Morning Meeting Notes

2026-03-18

내일의 차이 현대차증권

What's Inside
[건설](OVERWEIGHT) 선별적 분양사업지의 가치가 부각되는 시기
엘앤에프(BUY/150,000원) 고유가에서 찾는 기회
롯데에너지머티리얼즈(BUY/50,000원) AI 최적화 사업구조와 안정적 재무구조
HD현대에너지솔루션(BUY/150,000원) 미국 가정용 수요 호조와 고유가
ESG Report - 나무가 돈이 된다? 산림지(Timberland)투자 첫걸음

주식시장
국내 증시, 코스피는 상승 마감. 베센트 미 재무장관이 이란 유조선의 호르무즈 해협 통과를 미국이 허용하고 있다고 발언하며 유가 하락하고 위험선호 확산. 엔비디아 GTC 행사, 젠슨황 CEO의 견조한 GPU 수요 언급과 피지컬 AI 강조에 반도체, 로봇 업종이 강세를 보였으며, 엔비디아의 우주 데이터센터 구상 발표에 태양광 관련주 상승
미국 증시는 상승 마감. 국제 유가는 다시 오름세로 돌아섰으나, 케빈 해싯 위원장은 유조선들이 호르무즈 해협을 통과하기 시작했다고 주장하면서 투자 심리 회복세 지속. 업종별로는 유틸리티와 필수소비재, 의료건강을 제외한 모든 업종 상승. 특징 종목으로 마이크론 테크놀리지는 실적 발표를 앞두고 메모리칩 공급 부족에 대한 기대감으로 인해 주가가 +4.50% 상승

금리&환율
국고채 금리는 상승 마감. 이수형 금통위원의 점도표 변화 가능성 발언에 국고채 금리는 일제히 상승. 이수형 금통위원은 5월 금통위에서 나올 점도표에서는 2월의 결과와 비교해 다소 변화가 있을 수 있다고 발언
미국채 10년물 금리는 하락 마감. 유럽 국채금리의 하락에 영향 받으며 FOMC 결과를 하루 앞두고 숨고르기 장세. 이날 국제 유가가 3% 상승하였으나, 미 국채금리와 디커플링 되는 양상 연출
원/달러 환율은 전장 대비 3.90원 밀린 1,493.60원에 마감. 원/달러는 국제 유가 하락 및 글로벌 달러화 약세에 연동되어 하방 압력을 받음
달러인덱스는 99.56로 전장 대비 -0.25% 하락. 미 국채금리 하락 속, 달러는 FOMC 결과를 하루 앞두고 포지션 정리가 이루어지며 약세 양상

주요뉴스
트럼프, 이란 작전에 동맹국 지원 필요없다
트럼프 대통령은 주요국 대부분으로부터, 이란에 대한 군사 작전에 관여하고 싶지 않다는 통보를 받은 것에 대해, 미국이 이란의 군사력을 괴멸시켰기 때문에, 더 이상 이들의 지원이 필요하지 않으며, 원하지도 않는다고 발언
또한 이란을 아직 떠날 준비가 되지 않았지만 가까운 시일 내에 떠날 것이며, 중국과 회담은 약 5주 후에 열릴 것이라고 설명

New Publications
[반도체/전기전자/디스플레이] MWC와 유럽 자동차 반도체 기업 방문기(2026-03-11)
[반도체] 2026년 반도체 Quarterly - 추론을 위한 Data 연결이 필요하다(2026-02-27)
[중국주식] 중국, 2035를 향한 내실 다지기(2026-02-26)
[자동차/모빌리티] Freedom for Robots, Intelligence for Factories(2026-02-20)
[조선] 식지 않을 기대감으로(2026-02-20)
[경제] 2026년 경제전망 업데이트: United and Divided States of America(2026-02-11)
[미국주식] 미국 장단기 전략 - 지쳐있는 미국 증시(2026-02-06)
[유통] "In"과 "OUT"의 환상의 콜라보(2026-01-29)

Rating, Target Price Changes

아이에스동서	신규		▷	BUY	48,000 원 (2026-03-18)
엘앤에프	신규		▷	BUY	150,000 원 (2026-03-18)
롯데에너지머티리얼즈	신규		▷	BUY	50,000 원 (2026-03-18)
HD현대에너지솔루션	BUY	35,000 원	▷	BUY	150,000 원 (2026-03-18)
오리온	BUY	150,000 원	▷	BUY	160,000 원 (2026-03-17)
파마리서치	신규		▷	BUY	430,000 원 (2026-03-17)
LG화학	BUY	512,000 원	▷	BUY	400,000 원 (2026-03-16)
현대오토에버	신규		▷	BUY	580,000 원 (2026-03-16)
달바글로벌	신규		▷	BUY	220,000 원 (2026-03-16)
펌텍코리아	신규		▷	BUY	65,000 원 (2026-03-16)
동국홀딩스	신규		▷	BUY	12,600 원 (2026-03-16)
고려아연	신규		▷	BUY	2,010,000 원 (2026-03-13)
세아홀딩스	신규		▷	BUY	214,000 원 (2026-03-13)

외국인 순매수

순매수	금액(백만)
삼성전자	75,759
에이피알	39,328
이수페타시스	39,209
한화솔루션	32,958
메지온	25,462

국내기관 순매수

순매수	금액(백만)
삼성전자	617,896
SK스퀘어	137,255
KODEX 레버리지	131,182
삼성전기	95,277
기아	69,024

외국인 순매도

순매도	금액(백만)
SK하이닉스	-217,949
우리기술	-80,400
한화에어로스페이스	-73,483
기아	-55,353
미래에셋증권	-43,505

국내기관 순매도

순매도	금액(백만)
한화에어로스페이스	-95,534
SOL AI반도체TOP2플러스	-54,788
TIGER 기술이전바이오액티브	-50,763
TIGER 반도체TOP10	-41,449
삼성SDI	-41,088

국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	5,640.48	+1.63	+2.42
대형주	6,003.23	+1.67	+3.23
중형주	4,279.49	+1.42	-4.07
소형주	2,744.91	+0.88	-2.04
KOSDAQ	1,136.94	-0.12	+2.79

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-5,752	-1,733	7,341
누적순매수(D-20)	225,431	-287,434	45,933

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	344,942	345,930	442,179

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	168.69	+0.49	+24.69
금융	985.92	+1.89	-4.28
운수장비	6,387.81	+0.98	+6.33
유통	561.79	+0.13	-8.04
음식료	4,583.33	+2.13	-9.51
의약품	17,399.89	+1.95	-9.32
전기전자	75,022.04	+1.74	+7.64
철강금속	7,998.76	+0.87	+2.55
화학	4,665.37	+3.00	-4.27
유틸리티	1,424.29	+2.28	-17.45
통신	611.65	+3.27	-7.57

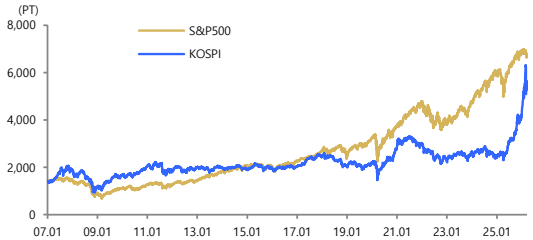
해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	6,716.19	+0.25	-1.86
NASDAQ	22,479.53	+0.47	-0.44
일본	53,700.39	-0.09	-5.07
중국	4,049.91	-0.85	-0.79
독일	23,730.92	+0.71	-5.74

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.32	+2.40	+18.20
국고채 (10년)	3.69	+1.20	+12.10
은행채AAA (3년)	3.64	+1.80	+16.80
미국국채 (2년)	3.68	+0.40	+23.90
미국국채 (10년)	4.20	-1.80	+14.20

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,493.60	-0.26	+3.37
원/백 엔	939.27	-0.25	-0.35
원/위안	216.89	-0.13	+3.70
달러/유로	1.15	+0.31	-2.62
위안/달러	6.89	-0.13	-0.31
엔/달러	159.02	-0.01	+3.74
Dollar Index	99.56	-0.25	+2.49

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	96.21	+2.90	+54.36
금 (usd/oz)	5,005.99	+0.08	+1.96
BDI	2,024.00	-0.69	-3.62
천연가스(NYMEX)	3.03	+0.33	+0.07

KOSPI, S&P 추이



본 조사지표는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

건설

OVERWEIGHT

Analyst 신동현 dhshin@hmsec.com

선별적 분양사업지의 가치가 부각되는 시기

서울 주요 지역 가격 상승폭 축소

최근 서울은 다주택자 규제 강화의 영향으로 비싼 지역일수록 가격이 더욱 하락하는 경향을 보이고 있다. 서울 강남3구(강남/서초/송파)와 용산구는 가구당 평균가격이 20억원을 초과하는 유일한 지역들이며, 매매가격지수는 3주 연속 하락 중이다. 반면 다른 권역들은 대부분 상승폭을 다시 키워가고 있다. 특히 최근 4주간 가장 많이 상승한 곳은 강서, 성북, 광진, 동대문, 서대문으로, 이들은 대부분 가구당 평균 10억원 내외의 중위권에 위치했다.

5/9부터 조정대상지역(서울 전역, 경기 일부) 내 다주택자의 양도소득세가 중과(기본세율 6~45% + (2주택자)20%p or (3주택 이상)30%p)되는 것이 확정된 상황에서 다주택자들의 고가 주택 매도가 이어짐과 동시에, 상대적으로 가격대가 낮아 LTV가 높게 허용되는 지역에서는 꾸준한 신규수요 유입이 있는 것으로 해석된다.

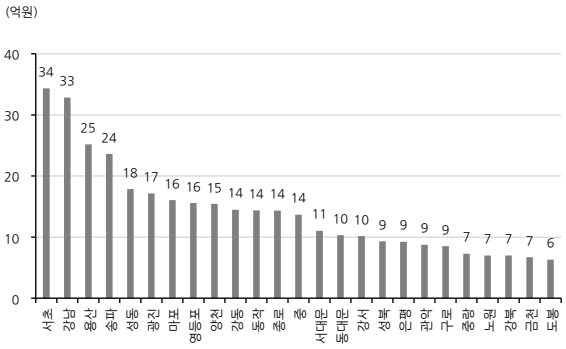
전국적인 분양/착공 증가 징후는 아직

최근의 주택가격 상승이 서울/수도권(택지 부족) 위주였던 탓에 전체적인 분양과 착공이 증가할 환경은 아직 조성되지 않고 있다. 지방 가격 흐름이 나쁜 것은 아니다. 하락폭이 크게 축소되고 있고 부산, 울산, 충북, 전북, 경남 등 일부 지방은 상승전환하기도 했다. 25년 말 기준 지방광역시 미분양도 -12.5% yoy 감소했다. 다만 25년 말부터 시작된 반등이기에 그 지속성을 지켜볼 필요가 있다. 분양 및 착공의 부족이 이어짐에 따라 시멘트 업황 및 주가도 부진한 모습을 이어가고 있다. 착공면적에 약 1년여 후행하는 시멘트 업황 특성 상 선행지표인 분양 및 착공이 전국적으로 반등해야 시멘트주가 주목받을 것이고 그러한 반등을 위해서는 지방 시세 회복 지속이 중요하다.

서울 외곽과 지방 지역의 가격 상승에 주목하자

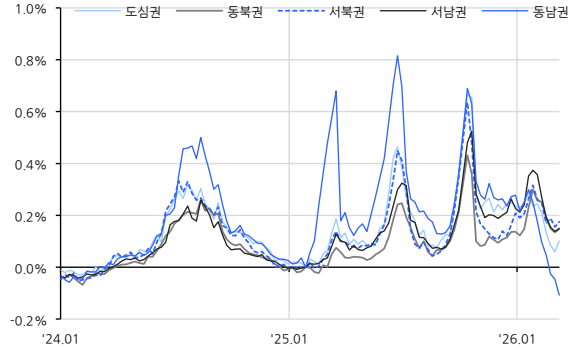
한동안 정부의 다주택자 규제는 이어질 것으로 보이는 바, 서울 내에서 고가 주택 매도세는 불가피하다. 주택 매수 수요 역시 LTV가 높게 적용될 수 있도록 상대적으로 낮은 주택에 집중될 전망이다. 주택사업자 입장에서는 오히려 서울 외곽에서의 사업성이 더 클 것이라 기대할 수 있다. 또한 지방 주택가격 상승 지속될 시 전국 분양 데이터 턴어라운드에 크게 기여가 가능하다. 전국 분양 및 착공이 나아지는 모습이 포착될 때 착공물량에 연동되는 시멘트사 투자심리도 반등 가능하다고 판단된다.

<그림1> 서울 가구당 평균 매매가격(3월 둘째주 기준)



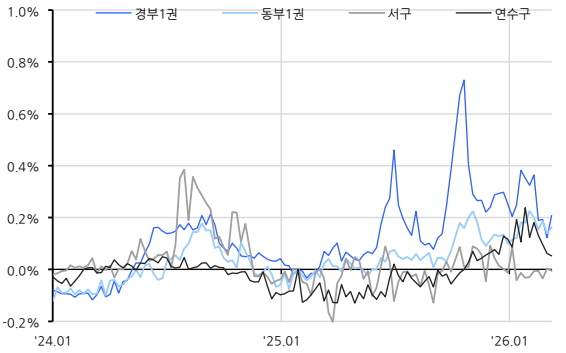
자료: 부동산114, 현대차증권

<그림2> 서울 매매가격지수 wow



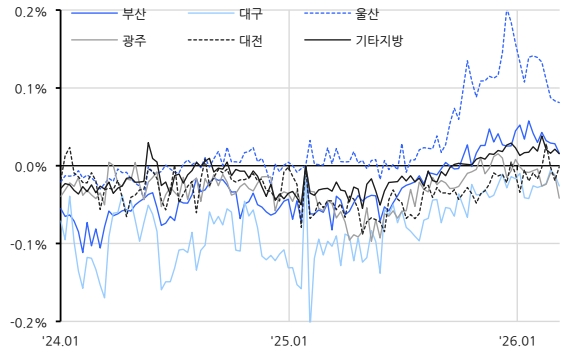
자료: 한국부동산원, 현대차증권

<그림3> 수도권 매매가격지수 wow



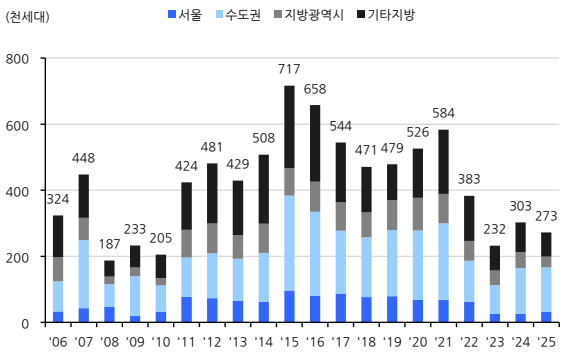
자료: 한국부동산원, 현대차증권

<그림4> 지방 매매가격지수 wow



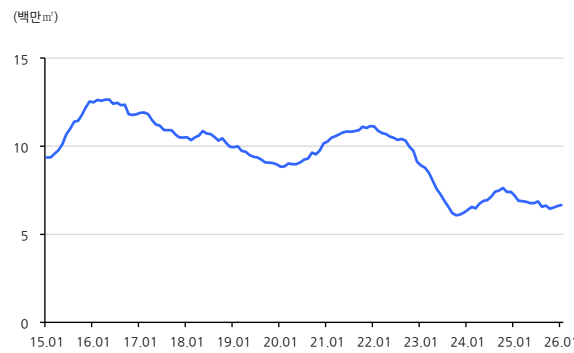
자료: 한국부동산원, 현대차증권

<그림5> 지역별 연간 착공 추이



자료: 국토교통부, 현대차증권

<그림6> 철근및철골조 건축착공면적 12m M/A 추이



자료: 통계청, 현대차증권

아이에스동서(010780)

BUY(신규)

48,000원(신규)

목표주가 48,000원, 투자의견 BUY를 제시하며 커버리지를 개시한다. 동사는 개발사업에 특화된 건설사로, 콘크리트, 환경(폐기물, 폐2차전지) 등 건설 외 사업부문을 보유하고 있으며 최근 건설경기 악화에 따른 외형 축소 및 선별 사업 전략으로 외형이 다소 축소되어 25년 기준 건설 매출액 비중은 약 36%이다.

과거 수 차례 대형 자체개발사업 진행에 따른 큰 폭의 증익 기대감으로 주가가 크게 상승했던 이력이 있으며, 프리미엄 브랜드 '더블유'의 경우 14년 부산 용호동, 19년 대구 범어동에서 분양한 바 있다. 당시 FY2 P/E는 14년 약 13.5배, 19년 약 9.8배까지 상승했다. 현재 대구 수성구 인근의 경산 중산지구에 '펜타힐즈 더블유'를 분양 준비 중이며 총 3,443세대 규모의 세 번째 '더블유' 브랜드 개발사업이다. 평당 2천만원 초반대를 목표로 하고 있고 완판 시 총 분양매출액 약 3.17조원일 것으로 추정한다.

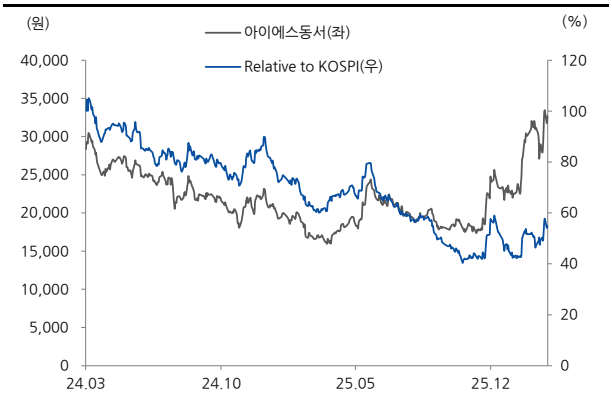
상대적으로 공사원가가 낮은 지방에서 시행하는 자체개발사업인만큼 이익률은 도급사업 또는 타 개발사업 대비 높을 것으로 예상한다. 26년 4월 1차, 10월 2차 분양(각각 약 50%) 예정이며 진행률 가정 시 27년부터 본격적인 매출화가 시작되어 29년 피크를 기록할 전망이다. 목표주가는 27F EPS 4,128원에 Target P/E 11.65x(14년, 19년 FY2 P/E 상단 평균)을 적용한 48,000원을 제시한다.

<표1> 아이에스동서 목표주가 산정

항목	내용	비고
Target EPS (원)	4,128	- 2027F EPS
Target P/E (배)	11.65	- '14년, '19년 FY2 P/E 상단 평균
적정주가 (원)	48,094	- Target EPS * Target P/E
목표주가 (원)	**48,000**	
전일종가 (원)	32,700	- 2026.03.17 종가
상승여력 (%)	46.8	
투자의견	**BUY**	

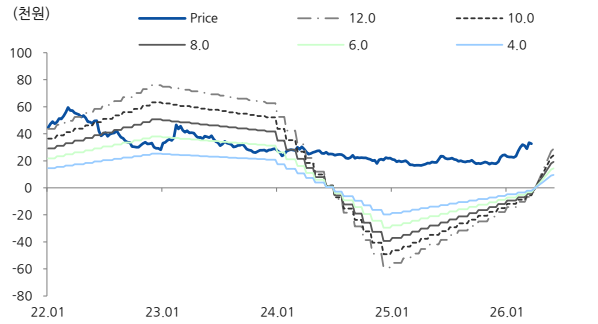
자료: 현대차증권

<그림7> 아이에스동서 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

<그림8> 아이에스동서 P/E 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

<표2> 아이에스동서 목표주가 산정

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F
매출액	**299**	**335**	**271**	**329**	**313**	**335**	**334**	**399**	**1,515**	**1,234**	**1,381**
YoY	-27.6%	-18.2%	-31.0%	9.9%	4.5%	0.0%	23.4%	21.3%	-25.4%	-18.5%	11.9%
>건설	119	142	73	108	110	132	132	195	826	442	569
YoY	-49.3%	-41.8%	-68.0%	-9.4%	-6.9%	-7.1%	79.8%	80.4%		-46.5%	28.8%
>콘크리트	64	73	64	64	62	64	63	64	165	265	252
YoY	35.6%	115.3%	78.6%	34.1%	-2.4%	-13.4%	-2.6%	-0.2%		61.0%	-4.9%
>환경(폐기물)	76	82	93	105	100	100	100	100	382	356	400
YoY	-25.9%	-13.2%	8.4%	5.1%	31.9%	22.1%	7.9%	-5.2%		-7.0%	12.4%
>환경(2차전지)	31	30	31	36	30	30	30	30	116	128	120
YoY	20.4%	-14.1%	-3.6%	51.2%	-1.9%	0.0%	-3.4%	-16.7%		9.7%	-6.0%
>기타/연결조정	11	8	10	15	10	10	10	10	25	44	40
YoY	136.1%	199.0%	-5.6%	92.5%	-4.8%	20.7%	4.0%	-34.9%		72.4%	-8.6%
영업이익	**32**	**54**	**9**	**-29**	**29**	**35**	**35**	**45**	**170**	**66**	**144**
YoY	-59.4%	-4.4%	-63.1%	적전	-9.1%	-35.5%	284.2%	흑전	-50.2%	-61.2%	118.9%
OPM	10.8%	16.1%	3.3%	-8.9%	9.4%	10.4%	10.4%	11.3%	11.2%	5.3%	10.4%
>건설	32	51	3	-48	20	25	25	36	175	38	106
YoY	-55.1%	-8.7%	-90.4%	적전	-36.8%	-50.7%	692.8%	흑전	N/A	-78.0%	175.8%
GPM	26.7%	36.1%	4.3%	-44.0%	18.1%	19.2%	19.2%	18.3%	21.2%	8.7%	18.7%
>콘크리트	-3	3	1	11	3	3	3	3	-13	12	13
YoY	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	-5.2%	476.1%	-69.8%	N/A	흑전	5.4%
GPM	-3.9%	4.6%	0.8%	16.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	-7.9%	4.5%	5.0%
>환경(폐기물)	3	4	7	10	7	7	7	7	27	24	28
YoY	-46.8%	-26.0%	20.6%	-0.3%	111.6%	62.2%	6.2%	-29.4%	N/A	-12.1%	16.0%
GPM	4.4%	5.3%	7.1%	9.4%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.2%	6.8%	7.0%
>환경(2차전지)	0	-3	-1	1	0	0	0	0	-15	-3	1
YoY	-90.7%	적전	적지	흑전	194.1%	흑전	흑전	-70.7%	N/A	적지	흑전
GPM	0.3%	-11.4%	-3.9%	2.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	-13.0%	-2.7%	1.0%
>기타/연결조정	-0	-2	-0	-3	-1	-1	-1	-1	-4	-5	-4
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	N/A	적지	적지
GPM	-1.9%	-19.7%	-0.9%	-22.2%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-17.1%	-12.2%	-10.0%
세전이익	**2**	**30**	**-15**	**-70**	**17**	**22**	**22**	**34**	**-160**	**-53**	**96**
YoY	-94.6%	-10.3%	적지	적지	595.7%	-24.8%	흑전	흑전	적전	적지	흑전
세전이익률	0.8%	8.9%	-5.7%	-21.2%	5.4%	6.7%	6.7%	8.5%	-10.6%	-4.3%	6.9%
당기순이익	**0**	**19**	**-13**	**-59**	**13**	**17**	**17**	**26**	**-160**	**-52**	**72**
YoY	-99.1%	-20.4%	적지	적지	3861.0%	-12.4%	흑전	흑전	적전	적지	흑전
당기순이익률	0.1%	5.7%	-4.7%	-17.9%	4.1%	5.0%	5.0%	6.4%	-10.6%	-4.2%	5.2%

자료: 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,029	1,515	1,234	1,381	1,843
증가율 (%)	-10.9	-25.3	-18.5	11.9	33.5
매출원가	1,524	1,126	921	1,026	1,341
매출원가율 (%)	75.1	74.3	74.6	74.3	72.8
매출총이익	506	389	314	356	502
매출이익률 (%)	24.9	25.7	25.4	25.8	27.2
증가율 (%)	-6.6	-23.1	-19.3	13.4	41.0
판매관리비	165	219	248	212	280
판관비율(%)	8.1	14.5	20.1	15.4	15.2
EBITDA	391	220	116	192	269
EBITDA 이익률 (%)	19.3	14.5	9.4	13.9	14.6
증가율 (%)	-1.5	-43.7	-47.3	65.5	40.1
영업이익	341	170	66	144	222
영업이익률 (%)	16.8	11.2	5.3	10.4	12.0
증가율 (%)	-1.2	-50.1	-61.2	118.2	54.2
영업외손익	-134	-301	-104	-48	-47
금융수익	24	23	12	13	14
금융비용	120	130	100	61	61
기타영업외손익	-38	-194	-16	0	0
종속/관계기업관련손익	14	-28	-15	0	0
세전계속사업이익	220	-160	-53	96	176
세전계속사업이익률	10.8	-10.6	-4.3	7.0	9.5
증가율 (%)	-23.1	적전	적지	흑전	83.3
법인세비용	60	-0	-1	24	44
계속사업이익	160	-160	-52	72	132
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	160	-160	-52	72	132
당기순이익률 (%)	7.9	-10.6	-4.2	5.2	7.2
증가율 (%)	-22.0	적전	적지	흑전	83.3
지배주주지분 순이익	161	-149	-45	68	125
비지배주주지분 순이익	-1	-12	-7	4	7
기타포괄이익	1	2	2	0	0
총포괄이익	161	-158	-50	72	132

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,622	2,117	2,064	2,137	2,272
현금성자산	641	364	307	673	807
단기투자자산	115	27	30	36	47
매출채권	81	84	146	100	105
재고자산	1,341	1,373	1,316	1,064	1,048
기타유동자산	445	268	265	265	265
비유동자산	1,615	1,437	1,493	1,506	1,535
유형자산	704	726	701	701	701
무형자산	333	144	139	134	129
투자자산	341	299	404	423	456
기타비유동자산	237	268	249	248	249
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	4,237	3,554	3,557	3,644	3,807
유동부채	1,590	1,601	1,635	1,633	1,639
단기차입금	390	540	873	873	873
매입채무	177	96	66	64	70
유동성장기부채	263	566	196	196	196
기타유동부채	760	399	500	500	500
비유동부채	876	396	449	481	536
사채	25	40	35	35	35
장기차입금	687	208	254	254	254
장기금융부채	16	15	15	15	15
기타비유동부채	148	133	145	177	232
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,465	1,997	2,084	2,114	2,175
지배주주지분	1,558	1,359	1,285	1,338	1,433
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	394	397	212	212	212
자본조정 등	-20	-9	-10	-10	-10
기타포괄이익누계액	16	19	20	20	20
이익잉여금	1,152	937	1,047	1,100	1,195
비지배주주지분	214	198	188	192	199
자본총계	1,772	1,557	1,473	1,530	1,632

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	128	-131	105	448	252
당기순이익	160	-160	-52	72	132
유형자산 상각비	40	43	44	43	43
무형자산 상각비	10	8	6	5	4
외환손익	0	-3	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-127	-237	113	328	73
기타	45	218	-6	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-4	24	-97	-68	-87
투자자산의 감소(증가)	225	68	-93	-18	-33
유형자산의 감소	4	1	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-68	-52	-37	-43	-43
기타	-165	7	32	-7	-11
재무활동으로인한현금흐름	106	-173	-65	-15	-30
차입금의 증가(감소)	477	-480	46	0	0
사채의증가(감소)	61	-67	-11	0	0
자본의 증가	3	3	-184	0	0
배당금	0	-45	-30	-15	-30
기타	-435	416	114	0	0
기타현금흐름	-1	2	-0	0	0
현금의증가(감소)	229	-277	-57	365	135
기초현금	412	641	364	307	673
기말현금	641	364	307	673	807

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	5,188	-5,291	-1,724	2,383	4,362
EPS(지배순이익 기준)	5,216	-4,910	-1,494	2,255	4,128
BPS(자본총계 기준)	57,367	51,585	48,790	50,680	54,058
BPS(지배지분 기준)	50,450	45,016	42,567	44,330	47,473
DPS	1,500	1,000	500	1,000	1,000
P/E(당기순이익 기준)	5.6	NA	NA	13.7	7.5
P/E(지배순이익 기준)	5.6	NA	NA	14.5	7.9
P/B(자본총계 기준)	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
P/B(지배지분 기준)	0.6	0.5	0.5	0.7	0.7
EV/EBITDA(Reported)	4.9	8.6	17.3	9.8	6.5
배당수익률	5.2	4.8	2.1	3.1	3.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-21.8	적전	적지	흑전	83.1
EPS(지배순이익 기준)	-17.6	적전	적지	흑전	83.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	9.5	-9.6	-3.4	4.8	8.3
ROE(지배순이익 기준)	10.9	-10.2	-3.4	5.2	9.0
ROA	4.0	-4.1	-1.5	2.0	3.5
안정성 (%)					
부채비율	139.1	128.2	141.5	138.2	133.3
순차입금비율	44.7	68.3	75.6	48.5	36.5
이자보상배율	3.0	1.4	0.7	1.4	2.2

** K-IFRS 연결 기준*

HDC현대산업개발(294870)

BUY(유지)
27,000원(유지)

전국적인 분양 확대를 위한 환경 조성이 늦춰짐에 따라 사업지 선별이 더욱 중요해진 시점이다. 동사는 이미 서울 핵심지 수급 이탈의 반사수혜가 나타나고 있는 서울 노원구에서 대규모 사업을 매출 인식 중이다(25년 말 기준 물량 대부분 분양 완료). 또한 26년 중 천안 아이파크시티 5, 6단지, 청주 가경 아이파크 7, 8단지 등 개발참여 또는 자체개발사업 분양을 진행할 예정이다.

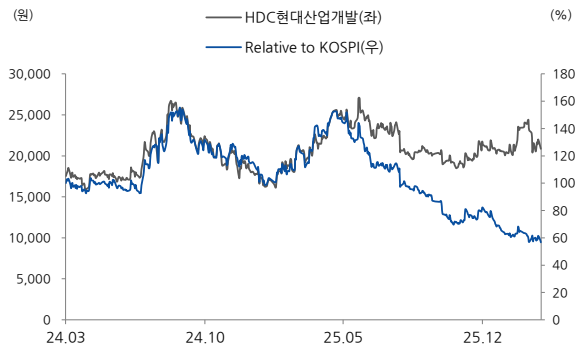
당초 26년 착공 예정이었던 용산 철도병원 부지 개발, 공릉역세권 개발, 청라 의료복합 개발 등이 27년으로 연기된 것은 다소 아쉬우나, 이를 배제하더라도 기존 26년 매출액 및 영업이익 추정치는 거의 훼손되지 않는다. 외주 주택에서의 본격적인 원가율 개선, 기존 자체사업 매출 본격화, 신규 개발사업 착공 전 진행상황 등 아직은 눈으로 확인할 수 있는 가능성 높은 이슈들이 남아 있는 동사에 대해 목표주가 27,000원 및 투자의견 BUY를 유지한다. Target P/B는 기존처럼 주택 경기 피크아웃이 시작되던 22년 평균 P/B를 적용했다.

〈표3〉 HDC현대산업개발 목표주가 산정

항목	내용	비고
Target BPS (원)	53,767	- 12m Fwd. BPS
Target P/B (배)	0.51	- '22년 평균 P/B
적정주가 (원)	27,421	- Target BPS * Target P/B
목표주가 (원)	**27,000**	
전일종가 (원)	21,550	- 2026.03.17 종가
상승여력 (%)	25.3	
투자의견	**BUY**	

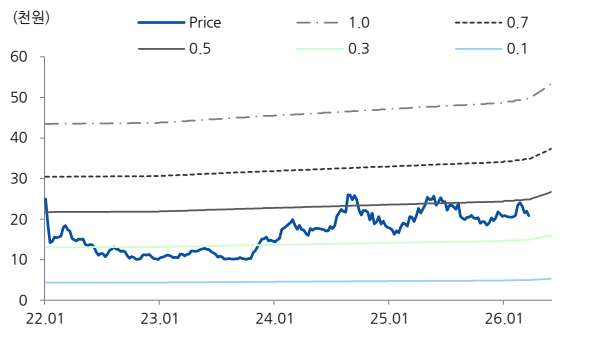
자료: 현대차증권

〈그림9〉 HDC현대산업개발 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈그림10〉 HDC현대산업개발 P/B 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

<표3> HDC현대산업개발 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F
매출액	**906**	**1,163**	**1,053**	**1,025**	**961**	**1,073**	**1,090**	**1,205**	**4,256**	**4,147**	**4,328**
YoY	-5.2%	7.0%	-3.3%	-8.9%	6.1%	-7.7%	3.5%	17.5%	1.6%	-2.6%	4.4%
>자체주택	227	212	315	202	258	254	275	307	401	957	1,094
YoY	205.8%	302.5%	259.5%	8.6%	13.6%	19.8%	-12.7%	51.9%	-9.1%	138.6%	14.4%
>외주주택	504	722	611	675	525	653	682	754	2,456	2,513	2,614
YoY	-1.1%	7.9%	0.2%	1.2%	4.1%	-9.6%	11.6%	11.7%	-3.0%	2.3%	4.0%
>토목	62	77	65	75	44	52	48	58	308	278	202
YoY	-19.1%	-7.0%	-11.2%	-1.4%	-27.8%	-32.1%	-26.6%	-22.7%	13.4%	-9.6%	-27.3%
>일반건축	51	84	10	12	79	60	34	32	836	158	204
YoY	-77.0%	-61.1%	-96.0%	-91.7%	53.5%	-28.8%	232.1%	167.0%	39.6%	-81.2%	29.7%
>해외/기타/연결조정	62	68	52	61	54	54	51	53	256	242	213
YoY	-14.7%	2.7%	-22.0%	18.5%	-11.7%	-19.9%	-0.9%	-12.6%	-26.6%	-5.4%	-11.9%
매출총이익	**107**	**147**	**130**	**208**	**141**	**159**	**174**	**197**	**402**	**592**	**671**
YoY	29.3%	30.4%	32.9%	90.9%	32.0%	8.0%	33.7%	-5.1%	5.6%	47.2%	13.4%
GPM	11.8%	12.7%	12.3%	20.3%	14.6%	14.8%	15.9%	16.4%	9.4%	14.3%	15.5%
>자체주택	73	81	90	82	83	87	97	109	98	326	376
YoY	235.0%	809.1%	596.9%	51.3%	14.4%	7.0%	7.8%	33.3%	67.0%	233.8%	15.5%
GPM	32.1%	38.4%	28.5%	40.4%	32.3%	34.3%	35.2%	35.4%	24.4%	34.1%	34.4%
>외주주택	34	63	30	106	45	59	65	75	237	233	244
YoY	-25.5%	-21.8%	-55.8%	140.8%	32.1%	-6.5%	116.4%	-28.8%	4.9%	-2.1%	4.8%
GPM	6.7%	8.7%	4.9%	15.7%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	9.7%	9.3%	9.3%
>토목	9	8	-3	-0	4	5	5	6	50	13	20
YoY	-35.0%	-55.7%	적전	적전	-48.1%	-34.1%	흑전	흑전	43.4%	-73.2%	50.6%
GPM	13.9%	10.3%	-4.1%	-0.5%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	16.3%	4.8%	10.0%
>일반건축	-17	-6	1	12	2	1	1	1	-2	-10	4
YoY	적지	적전	흑전	614.6%	흑전	흑전	-37.9%	-94.8%	적전	적지	흑전
GPM	-34.1%	-7.4%	10.7%	103.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	-0.2%	-6.5%	2.0%
>해외/기타/연결조정	9	-3	12	8	7	7	6	7	18	26	26
YoY	38.4%	적전	53.6%	283.6%	-24.9%	흑전	-44.7%	-20.5%	-58.2%	40.8%	1.9%
GPM	14.3%	-4.3%	22.7%	13.7%	12.2%	12.4%	12.7%	12.4%	7.2%	10.7%	12.4%
영업이익	**54**	**80**	**73**	**41**	**85**	**103**	**118**	**140**	**185**	**248**	**446**
YoY	29.8%	49.1%	53.8%	-1.3%	57.4%	28.6%	61.6%	238.8%	-5.5%	34.6%	79.4%
OPM	6.0%	6.9%	6.9%	4.0%	8.8%	9.6%	10.8%	11.6%	4.3%	6.0%	10.3%
세전이익	**58**	**74**	**59**	**23**	**80**	**99**	**114**	**137**	**200**	**213**	**429**
YoY	27.3%	16.7%	24.7%	-48.7%	38.8%	33.9%	91.7%	503.6%	-15.5%	6.6%	101.1%
세전이익률	6.4%	6.3%	5.6%	2.2%	8.3%	9.2%	10.4%	11.3%	4.7%	5.1%	9.9%
당기순이익	**54**	**53**	**40**	**11**	**60**	**74**	**85**	**102**	**156**	**158**	**322**
YoY	77.8%	11.2%	21.9%	-74.7%	10.8%	40.7%	114.1%	796.2%	-9.9%	1.6%	103.5%
당기순이익률	6.0%	4.5%	3.8%	1.1%	6.3%	6.9%	7.8%	8.5%	3.7%	3.8%	7.4%
수주잔고	**31,566**	**32,213**	**32,798**	**33,160**	**33,554**	**33,835**	**34,929**	**35,377**	**31,314**	**33,160**	**35,377**
>자체주택	9,331	9,211	8,997	9,437	9,229	9,025	9,332	9,075	9,541	9,437	9,075
>외주주택	17,693	18,584	19,792	19,705	20,380	20,927	21,745	22,491	17,131	19,705	22,491
>토목	1,365	1,308	1,139	1,010	1,016	1,014	1,016	1,008	1,414	1,010	1,008
>일반건축	3,177	3,110	2,870	3,008	2,929	2,869	2,836	2,804	3,229	3,008	2,804

자료: 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	4,191	4,256	4,147	4,328	4,886
증가율 (%)	27.1	1.6	-2.6	4.4	12.9
매출원가	3,810	3,854	3,555	3,658	3,990
매출원가율 (%)	90.9	90.6	85.7	84.5	81.7
매출총이익	381	402	592	671	897
매출이익률 (%)	9.1	9.4	14.3	15.5	18.4
증가율 (%)	20.6	5.5	47.3	13.3	33.7
판매관리비	185	217	343	225	236
판관비율(%)	4.4	5.1	8.3	5.2	4.8
EBITDA	255	243	299	500	714
EBITDA 이익률 (%)	6.1	5.7	7.2	11.6	14.6
증가율 (%)	56.4	-4.7	23.0	67.2	42.8
영업이익	195	185	248	446	660
영업이익률 (%)	4.7	4.3	6.0	10.3	13.5
증가율 (%)	68.1	-5.1	34.1	79.8	48.0
영업외손익	41	15	-25	-16	-16
금융수익	97	85	80	58	53
금융비용	47	64	73	74	69
기타영업외손익	-9	-6	-32	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	-9	0	0
세전계속사업이익	237	200	213	429	644
세전계속사업이익률	5.7	4.7	5.1	9.9	13.2
증가율 (%)	95.9	-15.6	6.5	101.4	50.1
법인세비용	64	45	55	107	161
계속사업이익	173	156	158	322	483
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	173	156	158	322	483
당기순이익률 (%)	4.1	3.7	3.8	7.4	9.9
증가율 (%)	246.0	-9.8	1.3	103.8	50.0
지배주주지분 순이익	173	156	158	322	483
비지배주주지분 순이익	-0	0	0	0	0
기타포괄이익	-6	-7	-1	0	0
총포괄이익	167	149	158	322	483

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	4,987	5,380	5,264	5,461	5,733
현금성자산	558	825	1,130	1,343	1,541
단기투자자산	477	498	596	600	800
매출채권	10	9	12	14	15
재고자산	1,507	1,854	1,025	1,205	1,278
기타유동자산	2,433	2,194	2,500	2,300	2,100
비유동자산	2,029	2,081	2,754	2,764	2,768
유형자산	484	485	810	810	810
무형자산	11	12	11	9	8
투자자산	595	816	981	993	998
기타비유동자산	939	768	952	952	952
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	7,016	7,462	8,018	8,226	8,501
유동부채	3,148	3,510	3,808	3,704	3,543
단기차입금	1,137	1,340	1,723	1,523	1,323
매입채무	236	220	227	267	283
유동성장기부채	462	429	386	386	386
기타유동부채	1,313	1,521	1,472	1,528	1,551
비유동부채	861	837	992	1,027	1,041
사채	249	200	320	320	320
장기차입금	246	332	395	395	395
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	366	305	277	312	326
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	4,008	4,347	4,800	4,731	4,584
지배주주지분	3,008	3,115	3,217	3,495	3,917
자본금	330	330	330	330	330
자본잉여금	1,603	1,606	1,606	1,606	1,606
자본조정 등	-21	-21	-31	-31	-31
기타포괄이익누계액	-1	1	-1	-1	-1
이익잉여금	1,097	1,199	1,314	1,591	2,013
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,008	3,115	3,217	3,495	3,917

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	640	314	-175	525	716
당기순이익	173	156	158	322	483
유형자산 상각비	57	55	48	52	52
무형자산 상각비	3	3	2	2	2
외환손익	-1	-2	-3	0	0
운전자본의 감소(증가)	222	13	-467	149	179
기타	186	89	87	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-143	-98	24	-68	-257
투자자산의 감소(증가)	27	-221	-156	-12	-5
유형자산의 감소	0	0	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-65	-34	-66	-52	-52
기타	-105	157	245	-4	-200
재무활동으로인한현금흐름	-504	47	453	-244	-262
차입금의 증가(감소)	-79	86	63	0	0
사채의증가(감소)	-70	-50	120	0	0
자본의 증가	-2	3	0	0	0
배당금	-40	-45	-45	-44	-62
기타	-313	53	315	-200	-200
기타현금흐름	1	3	3	0	0
현금의증가(감소)	-6	266	306	213	198
기초현금	564	558	825	1,130	1,343
기말현금	558	825	1,130	1,343	1,541

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	2,623	2,363	2,400	4,884	7,334
EPS(지배순이익 기준)	2,626	2,363	2,400	4,884	7,334
BPS(자본총계 기준)	45,640	47,257	48,815	53,025	59,425
BPS(지배지분 기준)	45,640	47,257	48,815	53,025	59,425
DPS	700	700	700	980	1,470
P/E(당기순이익 기준)	5.6	7.6	9.1	4.3	2.8
P/E(지배순이익 기준)	5.6	7.6	9.1	4.3	2.8
P/B(자본총계 기준)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(Reported)	8.0	9.0	8.6	4.2	2.1
배당수익률	4.8	3.9	3.2	4.7	7.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	244.3	-9.9	1.6	103.5	50.2
EPS(지배순이익 기준)	243.6	-10.0	1.6	103.5	50.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	5.9	5.1	5.0	9.6	13.0
ROE(지배순이익 기준)	5.9	5.1	5.0	9.6	13.0
ROA	2.4	2.2	2.0	4.0	5.8
안정성 (%)					
부채비율	133.3	139.6	149.2	135.4	117.1
순차입금비율	36.1	32.1	34.7	20.0	2.6
이자보상배율	4.3	3.3	3.6	6.3	10.1

** K-IFRS 연결 기준*

아세아시멘트(183190)

BUY(유지)
14,000원(유지)

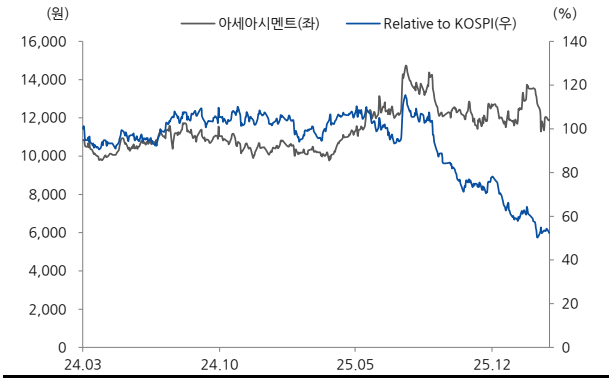
동사의 시멘트 출하량(추정)은 1Q25 -15.7% yoy, 2Q25 -11.1% yoy, 3Q25 -5.9% yoy로 감소폭을 줄여가는 중인 것으로 보인다. 24년 건축착공면적은 전년대비 증가했으므로 4Q25 출하량 감소폭도 제한적일 수 있다. 다만 24년 추석연휴가 3Q25였던 반면 25년에는 4Q로 포함됨에 따라 전년동기대비 매출액이 감소하는 것은 불가피했다. 또한 25년 상반기 착공면적이 다시 -17.4% yoy 감소했기에 26년 유의미한 출하량 증가를 기대하기는 어려울 전망이다. 지방 주택가격 상승 지속, 공공주택 발주 증가 등 착공 증가 기대감이 구체화될 때 시멘트사에 대한 투자심리 역시 회복될 수 있을 것이라고 예상한다. 목표주가는 12m Fwd. BPS 31,224원에 Target P/B 0.45배(착공면적 감소기의 1년 후('17~'20) 평균 P/B, 기존과 동일)를 적용한 14,000원을 유지하며 투자의견 BUY를 유지한다.

〈표5〉 아세아시멘트 목표주가 산정

항목	내용	비고
Target BPS (원)	31,224	- 12m Fwd. BPS
Target P/B (배)	0.45	- 착공면적 감소기의 1년 후('17년~'20년) 평균 P/B
적정주가 (원)	14,051	- Target BPS * Target P/B
목표주가 (원)	**14,000**	
전일종가 (원)	11,870	- 2026.03.17 종가
상승여력 (%)	17.9	
투자의견	**BUY**	

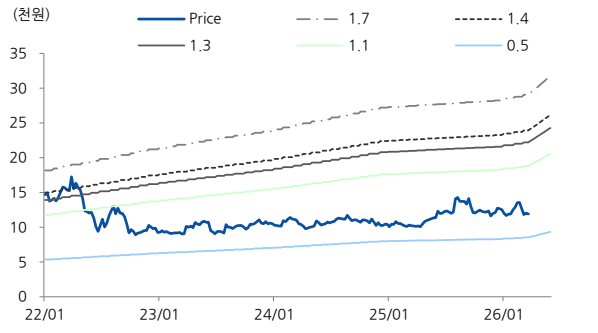
자료: 현대차증권

〈그림11〉 아세아시멘트 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈그림12〉 아세아시멘트 P/B 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈표6〉 아세아시멘트 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F
매출액	**220**	**284**	**244**	**275**	**224**	**273**	**213**	**314**	**1,110**	**1,024**	**1,024**
YoY	-16.1%	-7.2%	-0.9%	-6.7%	1.8%	-4.1%	-12.6%	13.9%	-7.5%	-7.8%	0.0%
영업이익	**10**	**41**	**19**	**8**	**16**	**41**	**20**	**33**	**141**	**77**	**110**
YoY	-69.3%	-28.7%	-33.1%	-66.2%	56.1%	0.7%	5.8%	333.4%	-4.2%	-45.1%	42.4%
OPM	4.5%	14.3%	7.8%	2.8%	7.0%	15.0%	9.4%	10.7%	12.7%	7.5%	10.7%
세전이익	**1**	**30**	**12**	**-18**	**10**	**35**	**14**	**28**	**105**	**26**	**86**
YoY	-93.5%	-36.3%	-42.5%	적전	557.3%	15.5%	14.8%	흑전	-6.9%	-74.9%	227.7%
세전이익률	0.7%	10.6%	5.0%	-6.4%	4.3%	12.8%	6.6%	8.8%	9.4%	2.6%	8.4%
당기순이익	**1**	**24**	**9**	**-15**	**7**	**26**	**11**	**21**	**80**	**18**	**65**
YoY	-93.8%	-34.3%	-48.4%	적전	582.3%	11.1%	23.8%	흑전	-10.5%	-77.9%	265.7%
당기순이익률	0.5%	8.3%	3.5%	-5.6%	3.2%	9.6%	5.0%	6.6%	7.2%	1.7%	6.3%

자료: 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,200	1,110	1,024	1,024	1,076
증가율 (%)	15.4	-7.5	-7.7	0.0	5.1
매출원가	930	851	815	793	839
매출원가율 (%)	77.5	76.7	79.6	77.4	78.0
매출총이익	271	260	209	231	237
매출이익률 (%)	22.6	23.4	20.4	22.6	22.0
증가율 (%)	14.8	-4.1	-19.6	10.5	2.6
판매관리비	124	119	132	121	122
판관비율(%)	10.3	10.7	12.9	11.8	11.3
EBITDA	225	225	169	207	213
EBITDA 이익률 (%)	18.8	20.3	16.5	20.2	19.8
증가율 (%)	17.2	0.0	-24.9	22.5	2.9
영업이익	147	141	77	110	115
영업이익률 (%)	12.3	12.7	7.5	10.7	10.7
증가율 (%)	24.6	-4.1	-45.4	42.9	4.5
영업외손익	-34	-36	-51	-24	-23
금융수익	4	4	3	2	3
금융비용	29	31	28	26	26
기타영업외손익	-9	-9	-26	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	113	105	26	86	92
세전계속사업이익률	9.4	9.5	2.5	8.4	8.6
증가율 (%)	36.1	-7.1	-75.2	230.8	7.0
법인세비용	23	25	9	22	23
계속사업이익	89	80	18	65	69
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	89	80	18	65	69
당기순이익률 (%)	7.4	7.2	1.8	6.3	6.4
증가율 (%)	39.1	-10.1	-77.5	261.1	6.2
지배주주지분 순이익	90	81	17	66	70
비지배주주지분 순이익	-0	-1	0	-1	-1
기타포괄이익	-1	-2	0	0	0
총포괄이익	89	78	18	65	69

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	442	438	407	518	598
현금성자산	140	117	63	129	190
단기투자자산	1	1	1	1	1
매출채권	179	172	182	208	219
재고자산	111	114	131	149	157
기타유동자산	8	7	7	8	8
비유동자산	1,678	1,757	1,759	1,767	1,774
유형자산	1,007	1,066	1,091	1,103	1,115
무형자산	489	488	480	474	469
투자자산	78	65	67	69	69
기타비유동자산	104	138	121	121	121
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,120	2,195	2,167	2,285	2,372
유동부채	408	752	387	414	426
단기차입금	106	158	158	158	158
매입채무	79	66	57	65	69
유동성장기부채	74	378	31	31	31
기타유동부채	149	150	141	160	168
비유동부채	663	337	673	708	723
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	425	68	423	423	423
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	238	269	250	285	300
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,071	1,089	1,060	1,123	1,149
지배주주지분	1,035	1,094	1,094	1,150	1,212
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	573	573	506	506	506
자본조정 등	-8	-8	-10	-10	-10
기타포괄이익누계액	1	2	2	2	2
이익잉여금	450	509	577	633	695
비지배주주지분	14	12	13	12	11
자본총계	1,049	1,106	1,107	1,162	1,223

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	198	168	67	177	174
당기순이익	89	80	18	65	69
유형자산 상각비	72	78	85	91	92
무형자산 상각비	7	7	6	6	6
외환손익	-0	1	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	13	-18	-42	15	6
기타	17	20	0	0	1
투자활동으로인한현금흐름	-129	-146	-91	-104	-105
투자자산의 감소(증가)	12	13	-2	-2	-1
유형자산의 감소	1	1	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-143	-129	-118	-102	-104
기타	1	-31	28	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-31	-45	-30	-6	-8
차입금의 증가(감소)	-46	-356	355	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	-66	0	0
배당금	-10	-10	-10	-9	-9
기타	25	321	-309	3	1
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	39	-23	-54	66	61
기초현금	101	140	117	63	129
기말현금	140	117	63	129	190

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	2,296	2,077	473	1,768	1,896
EPS(지배순이익 기준)	2,300	2,112	463	1,798	1,927
BPS(자본총계 기준)	26,930	29,242	29,968	31,840	33,492
BPS(지배지분 기준)	26,574	28,913	29,620	31,518	33,202
DPS	255	260	250	250	250
P/E(당기순이익 기준)	4.6	4.9	25.4	6.7	6.3
P/E(지배순이익 기준)	4.6	4.9	26.0	6.6	6.2
P/B(자본총계 기준)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(Reported)	4.0	3.9	5.9	4.5	4.1
배당수익률	2.4	2.5	2.1	2.1	2.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	40.0	-9.5	-77.2	273.6	7.2
EPS(지배순이익 기준)	41.1	-8.2	-78.1	288.3	7.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	8.8	7.4	1.6	5.7	5.8
ROE(지배순이익 기준)	9.0	7.6	1.6	5.9	6.0
ROA	4.3	3.7	0.8	2.9	3.0
안정성 (%)					
부채비율	102.1	98.4	95.8	96.6	94.0
순차입금비율	45.8	43.5	49.2	41.4	34.4
이자보상배율	5.6	5.3	3.0	4.3	4.5

** K-IFRS 연결 기준*

엘앤에프 (066970)

Analyst 강동진 dongjin.kang@hmsec.com

고유가에서 찾는 기회

BUY **TP 150,000원**

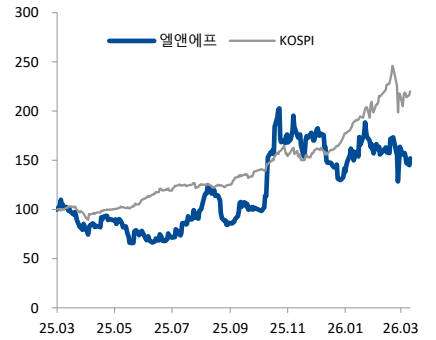
현재주가 (3/17)	110,100원
상승여력	36.2%
시가총액	4,434십억원
발행주식수	40,274천주
자본금/액면가	18십억원/500원
52주 최고가/최저가	147,000원/47,800원
일평균 거래대금 (60일)	64십억원
외국인 지분율	18.72%
주요주주 지분율	
새로닉스 외 18인	25.38%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-2.7	-7.2	42.4
상대주가(%p)	-5.0	-33.2	-13.8

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	N/A	N/A	N/A
After	-14,140	2,731	150,000
Consensus	-9,368	936	166,200
Cons. 차이	50.9%	191.8%	-9.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: Fnguide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 목표주가 150,000원으로 커버리지 개시. 투자의견 Buy 제시
- 지난 4Q25부터 턴어라운드 시작. 리튬 가격 상승으로 당분간 재고평가 이익 반영 지속될 전망. 1Q26 역시 재고평가 이익 반영되며 안정적인 흑자기조 유지 전망
- 동사 주요 고객사 중국 판매는 여전히 견조. 특히, 이란 전쟁으로 유가 급등. 이에 따라, 에너지 대외 의존도를 낮추기 위한 노력 지속될 전망이며, 경제성 면에서 전기차의 TCO가 높아질 전망. 또한 ESS 수요 역시 더욱 강화될 가능성 높음
- 목표주가 150,000원은 '27년 EBITDA 전망 291십억원에 Target EV/EBITDA multiple 29.0x 적용. 이는 안정적인 이익을 창출하였던 '20~'22년 Trading Band 저점 평균 수준

주요이슈 및 실적전망

- 1Q26 실적은 매출액 6,712억원(+8.6% qoq, +84.0% yoy), 영업이익 503억원(-39.0% qoq, 흑전 yoy) 기록하여 컨센서스 매출액 6,638억원, 영업이익 392억원을 상회할 것으로 전망
- Tesla 중국 판매는 중국 내 경쟁 심화에도 불구하고 지난해부터 견조한 성장세. 대구 지역 양극재 수출 물량 역시 안정적. 전방 수요면에서 양극재 기업 중 가장 가시성 높음
- 동사 탄산리튬 관련 충당금은 향후 탄산리튬이 사용되는 LFP 양극재가 출하되는 4Q26 이후 환입이 더욱 가속화될 가능성 높음. 재고량 축소 영향
- 또한, 최근 탄산리튬 가격 상승은 LFP 양극재 판가 상승으로 이어질 것
- 이란 전쟁으로 유가 급등. 특히, Diesel Crack이 40불까지 높아지고 있어, 유럽 내연기관차 중 디젤 차량 TCO 급격히 악화 중
- 궁극적으로 이란 전쟁으로 인한 연료가격 상승은 재생에너지-ESS-전기차 활성화로 이어질 가능성 높다는 판단

주가전망 및 Valuation

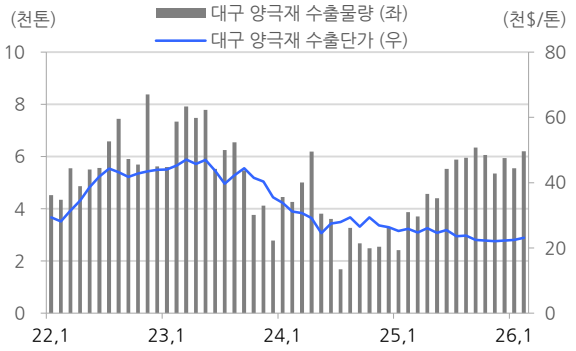
- 국내 양극재 Peer 중 Valuation 매력 및 실적 안정성 측면에서 매력적

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	4,644	-222	-194	-176	-5,372	적전	NA	6.7	NA	-16.4	0.0
2024	1,907	-559	-378	-495	-10,416	적지	NA	4.1	NA	-41.7	0.0
2025	2,155	-157	-524	-64	-14,140	적지	NA	20.2	NA	-116.1	0.0
2026F	2,832	141	110	251	2,731	흑전	40.3	14.8	25.3	45.0	0.0
2027F	3,966	180	148	291	3,680	34.7	29.9	9.9	22.4	39.7	0.0

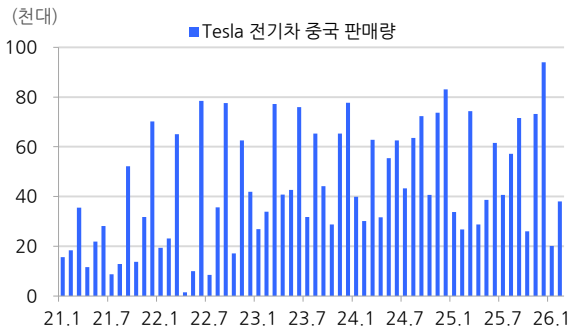
* K-IFRS 연결 기준

<그림1> 대구 양극재 수출 추이



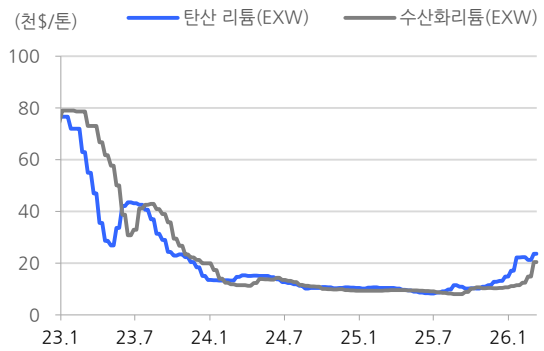
자료 : KITA, 현대차증권

<그림2> Tesla 중국 판매량



자료 : EV-Volumes, 언론, 현대차증권

<그림3> 리튬 가격 추이



자료 : Bloomberg, 현대차증권

<그림4> Valuation Table

		2027F	비고
EBITDA	(십억 원)	291.3	
순차입금	(십억 원)	2,055.0	2025 년 연말 기준
주식수	(천 주)	42,315.9	BW 행사시 발행 가능한 주식 모두 감안
EV/EBITDA multiple	(X)	29.0	'20~'22 년 Trading Band 저점 평균
EV	(십억 원)	8,448.8	
시가총액	(십억 원)	6,393.8	
적정 주가	(원)	151,097.5	TP: 150,000 원

자료 : 엘앤에프, 현대차증권

<표1> 상세실적 추이 및 전망

	2025	2026F	2027F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	**2,154.9**	**2,831.6**	**3,965.7**	**364.8**	**520.1**	**652.3**	**617.8**	**671.2**	**684.6**	**705.2**	**770.6**
영업이익	**-156.8**	**140.9**	**179.9**	**-140.3**	**-121.2**	**22.1**	**82.5**	**50.3**	**27.4**	**24.7**	**38.5**
영업이익률	-7.3%	5.0%	4.5%	-38.4%	-23.3%	3.4%	13.3%	7.5%	4.0%	3.5%	5.0%
세전이익	-572.5	140.9	179.9	-145.4	-145.2	-101.5	-180.3	50.3	27.4	24.7	38.5
세전이익률	-26.6%	5.0%	4.5%	6.1%	7.9%	5.4%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
지배순이익	-524.1	110.0	148.2	-110.9	-111.9	-118.2	-183.0	39.3	21.4	19.3	30.1
순이익률	-24.3%	3.9%	3.7%	-30.4%	-21.5%	-18.1%	-29.6%	5.9%	3.1%	2.7%	3.9%
성장률											
매출액											
QoQ	-	-	-	-0.2%	42.6%	25.4%	-5.3%	8.6%	2.0%	3.0%	9.3%
YoY	13.0%	31.4%	40.1%	-42.6%	-6.3%	85.5%	69.1%	84.0%	31.6%	8.1%	24.7%
영업이익											
QoQ	-	-	-	적지	적지	흑전	272.8%	-39.0%	-45.6%	-9.9%	56.1%
YoY	적지	흑전	27.7%	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	11.6%	-53.3%
순이익											
QoQ	-	-	-	적지	적지	적지	적지	흑전	-45.6%	-9.9%	56.1%
YoY	적지	흑전	34.7%	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전

자료: 엘앤에프, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	4,644	1,907	2,155	2,832	3,966
증가율 (%)	19.5	-58.9	13.0	31.4	40.0
매출원가	4,784	2,371	2,227	2,597	3,655
매출원가율 (%)	103.0	124.3	103.3	91.7	92.2
매출총이익	-140	-463	-73	234	310
매출이익률 (%)	-3.0	-24.3	-3.4	8.3	7.8
증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전	32.5
판매관리비	83	95	84	93	131
판관비율(%)	1.8	5.0	3.9	3.3	3.3
EBITDA	-176	-495	-64	251	291
EBITDA 이익률 (%)	-3.8	-26.0	-3.0	8.9	7.3
증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전	15.9
영업이익	-222	-559	-157	141	180
영업이익률 (%)	-4.8	-29.3	-7.3	5.0	4.5
증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전	27.7
영업외손익	-73	39	-414	0	0
금융수익	49	258	51	0	0
금융비용	106	244	202	0	0
기타영업외손익	-16	25	-263	0	0
종속/관계기업관련손익	-0	-0	-1	0	0
세전계속사업이익	-296	-520	-572	141	180
세전계속사업이익률	-6.4	-27.3	-26.5	5.0	4.5
증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전	27.7
법인세비용	-101	-139	-47	31	32
계속사업이익	-195	-381	-525	110	148
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-195	-381	-525	110	148
당기순이익률 (%)	-4.2	-20.0	-24.4	3.9	3.7
증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전	34.5
지배주주지분 순이익	-194	-378	-524	110	148
비지배주주지분 순이익	-1	-3	-1	-0	-0
기타포괄이익	-4	-3	-0	0	0
총포괄이익	-199	-384	-525	110	148

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,969	1,090	1,208	1,552	1,872
현금성자산	241	280	144	318	150
단기투자자산	18	6	0	0	0
매출채권	426	180	309	363	540
재고자산	1,163	575	412	514	810
기타유동자산	121	50	337	350	365
비유동자산	1,382	1,710	1,789	1,841	1,851
유형자산	1,120	1,260	1,281	1,333	1,344
무형자산	12	17	14	11	9
투자자산	130	184	196	198	199
기타비유동자산	120	249	298	299	299
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	3,351	2,800	2,998	3,392	3,723
유동부채	1,747	1,552	2,364	2,640	2,795
단기차입금	718	813	787	987	987
매입채무	143	78	165	205	324
유동성장기부채	604	453	147	147	147
기타유동부채	282	208	1,265	1,301	1,337
비유동부채	494	524	440	449	476
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	466	502	389	389	389
장기금융부채	0	0	14	14	14
기타비유동부채	28	22	37	46	73
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,241	2,076	2,805	3,090	3,272
지배주주지분	1,097	713	189	299	447
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	704	702	225	225	225
자본조정 등	-6	-7	-8	-8	-8
기타포괄이익누계액	23	23	23	23	23
이익잉여금	358	-23	-69	41	189
비지배주주지분	13	10	4	4	4
자본총계	1,110	723	193	303	451

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	-375	281	-143	116	-67
당기순이익	-195	-381	-525	110	148
유형자산 상각비	44	60	90	107	109
무형자산 상각비	2	3	3	2	2
외환손익	-21	26	-14	0	0
운전자본의 감소(증가)	-24	776	201	-103	-326
기타	-181	-203	102	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-561	-240	-131	-161	-121
투자자산의 감소(증가)	-127	-54	-11	-1	-1
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-482	-208	-114	-160	-120
기타	48	22	-6	0	0
재무활동으로인한현금흐름	1,050	-20	142	219	20
차입금의 증가(감소)	54	36	-99	0	0
사채의증가(감소)	-1	0	404	0	0
자본의 증가	39	-2	-477	0	0
배당금	-17	0	0	0	0
기타	975	-54	314	219	20
기타현금흐름	7	18	-3	0	0
현금의증가(감소)	121	38	-135	174	-168
기초현금	120	241	280	144	318
기말현금	241	280	144	318	150

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	-5,389	-10,493	-14,165	2,730	3,678
EPS(지배순이익 기준)	-5,372	-10,416	-14,140	2,731	3,680
BPS(자본총계 기준)	30,622	19,928	4,794	7,520	11,197
BPS(지배지분 기준)	30,268	19,660	4,702	7,429	11,109
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	NA	NA	NA	40.3	29.9
P/E(지배순이익 기준)	NA	NA	NA	40.3	29.9
P/B(자본총계 기준)	6.7	4.1	19.9	14.6	9.8
P/B(지배지분 기준)	6.7	4.1	20.2	14.8	9.9
EV/EBITDA(Reported)	NA	NA	NA	25.3	22.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	적지	적지	흑전	34.7
EPS(지배순이익 기준)	적전	적지	적지	흑전	34.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-16.3	-41.5	-114.6	44.3	39.3
ROE(지배순이익 기준)	-16.4	-41.7	-116.1	45.0	39.7
ROA	-6.1	-12.4	-18.1	3.4	4.2
안정성 (%)					
부채비율	201.9	287.1	1,453.8	1,020.2	725.5
순차입금비율	157.6	214.6	1,065.2	693.4	507.3
이자보상배율	NA	NA	N/A	N/A	N/A

** K-IFRS 연결 기준*

롯데에너지머티리얼즈 (020150)

Analyst 강동진 dongjin.kang@hmsec.com

AI 최적화 사업구조와 안정적 재무구조

BUY **TP 50,000원**

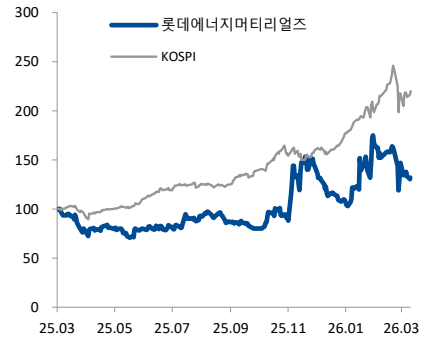
현재주가 (3/17)	36,800원
상승여력	35.9%
시가총액	1,927십억원
발행주식수	52,365천주
자본금/액면가	26십억원/500원
52주 최고가/최저가	48,850원/19,730원
일평균 거래대금 (60일)	16십억원
외국인 지분율	7.57%
주요주주 지분율	
롯데케미칼외 13인	46.97%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-13.3	7.4	51.8
상대주가(%p)	-15.4	-22.7	-8.2

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	N/A	N/A	N/A
After	-3,066	-869	50,000
Consensus	-686	646	52,357
Cons. 차이	N/A	N/A	-4.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: Fnguide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 목표주가 50,000원으로 커버리지 개시. 투자의견 Buy 제시
- 올해 ESS, BBU, 회로박용 수요 성장으로 분기 기준 턴어라운드 기대. '27년부터 실적 흑자 전망
- 목표주가는 '27년 EBITDA 전망 1,362억원에 Target EV/EBITDA multiple 17.2x 적용한 50,000원 제시. 2차전지 기업 모두 기준 실적 시점은 '27년을 적용. Capa를 고려하여 주가가 실적을 선반영하는 경향이 크기 때문. 17.2x는 안정적인 성장을 이어가던 '20년~'23년 Band 하단 수준을 적용. 올해 적자폭이 축소되고, 턴어라운드가 시작될 것으로 전망되기 때문

주요이슈 및 실적전망

- 동사는 AI용 회로박 출하 비중이 '25년 12%에서 '26년 15%로 성장할 것으로 전망됨. 수익성이 높은 회로박 비중 확대에 따른 Mix 개선 효과로 ASP 상승 및 수익성 개선 기대. 특히, AI용 비중국 회로박을 공급할 수 있는 경쟁 기업이 중국으로 매각됨에 따라, 동사는 탈중국 공급망 내 Value Chain에서 수혜가 더욱 커질 것
- 익산 공장 원가 높지만, 수익성 높은 AI용 회로박으로 전환하여 원가율 안정화 기대
- 익산 공장 회로박 생산능력은 '25년 3,700톤에서 '27년 16,000톤으로 전체 Capa의 80%가 전지박에서 회로박으로 전환 예정
- EV용 전지박 수요 회복 모멘텀 크지 않지만, 미국 내 자율주행 규제 완화가 중요한 모멘텀이 될 것. 동사 4680향 수요 확대에 주목. 또한, 고유가 및 에너지 수급 불안은 ESS, EV 수요에는 긍정적일 수 있는 환경
- 비중국 경쟁사 대비 안정적인 재무구조('25년말 순현금 2,800억원)로 자금 조달 우려 크지 않음. 중장기 턴어라운드를 기대한 투자 적기로 판단

주가전망 및 Valuation

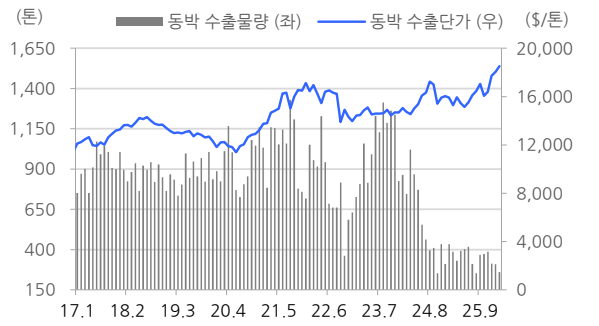
- AI용 회로박 수요 회복 및 ESS 성장 등으로 주가 저점 지나고 있는 것으로 판단. EV용 수요 역시 점진적 회복 기대

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	809	12	-33	89	-706	적전	NA	1.4	22.6	-2.2	0.5
2024	902	-64	6	22	137	흑전	172.8	0.8	59.7	0.5	0.0
2025	678	-145	-158	-53	-3,066	적전	NA	1.0	NA	-10.7	0.0
2026F	997	-58	-45	38	-869	적지	NA	1.2	50.8	-2.8	0.0
2027F	1,199	34	24	136	464	흑전	79.3	1.2	13.8	1.5	0.0

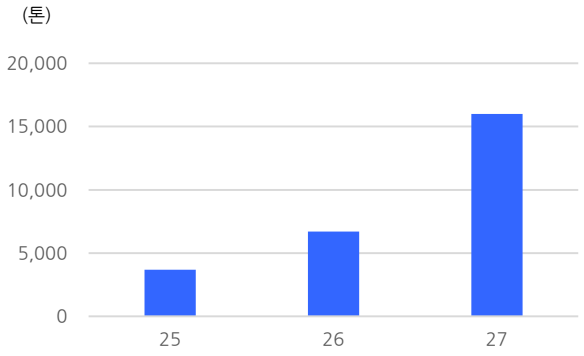
* K-IFRS 연결 기준

<그림1> 익산 공장 동박 수출 추이



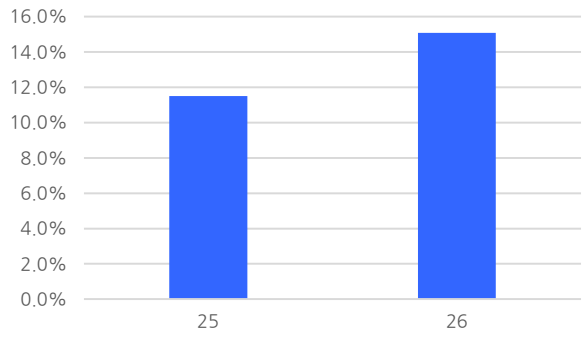
자료: KITA, 현대차증권

<그림2> 회로박 Capa 전망



자료: 롯데에너지머티리얼즈, 현대차증권

<그림3> 회로박 출하 비중 전망



자료: 롯데에너지머티리얼즈, 현대차증권

<그림4> Valuation Table

		2027F	비고
EBITDA	(십억 원)	136.2	
Multiple	(x)	17.2	'20 년~'23 년 Band 하단
EV	(십억 원)	2,342.0	
순차입금	(십억 원)	(280.0)	25 년 기준
시가총액	(십억 원)	2,622.0	
발행주식수	(천 주)	52,365.5	
적정주가	(십억 원)	50,070.8	목표주가: 50,000 원

자료: 롯데에너지머티리얼즈, 현대차증권

<표1> 상세실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2025	2026F	2027F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	677.5	997.0	1,199.1	158.0	204.9	143.7	170.9	176.4	249.7	275.8	295.1
영업이익	(145.2)	(58.0)	34.2	(46.0)	(31.1)	(34.3)	(33.8)	(33.5)	(25.0)	(6.9)	7.4
영업이익률	-21.4%	-5.8%	2.9%	-29.1%	-15.2%	-23.9%	-19.8%	-19.0%	-10.0%	-2.5%	2.5%
세전이익	-195.1	-59.3	31.7	-64.9	-64.6	-34.0	-31.6	-33.4	-25.0	-7.5	6.5
세전이익률	-28.8%	-6.0%	2.6%	-41.1%	-31.5%	-23.7%	-18.5%	-18.9%	-10.0%	-2.7%	2.2%
지배순이익	-157.5	-45.5	24.3	-46.7	-48.2	-25.4	-37.2	-25.6	-19.2	-5.7	5.0
(yoy, %)											
매출액	-24.9%	47.1%	20.3%	-34.6%	-22.0%	-32.0%	-8.3%	11.7%	21.8%	91.9%	72.6%
영업이익	적지	적지	흑전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
지배순이익	적전	적지	흑전	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전

자료: 롯데에너지머티리얼즈, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	809	902	678	997	1,199
증가율 (%)	11.0	11.5	-24.8	47.1	20.3
매출원가	740	891	729	917	1,005
매출원가율 (%)	91.5	98.8	107.5	92.0	83.8
매출총이익	69	11	-51	80	195
매출이익률 (%)	8.5	1.2	-7.5	8.0	16.3
증가율 (%)	-46.9	-84.1	적전	흑전	143.8
판매관리비	58	76	94	138	160
판관비율(%)	7.2	8.4	13.9	13.8	13.3
EBITDA	89	22	-53	38	136
EBITDA 이익률 (%)	11.0	2.4	-7.8	3.8	11.3
증가율 (%)	-35.0	-75.3	적전	흑전	257.9
영업이익	12	-64	-145	-58	34
영업이익률 (%)	1.5	-7.1	-21.4	-5.8	2.8
증가율 (%)	-85.9	적전	적지	적지	흑전
영업외손익	-50	48	-50	-2	-2
금융수익	52	83	20	8	9
금융비용	106	38	71	10	11
기타영업외손익	4	3	1	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-37	-16	-195	-59	32
세전계속사업이익률	-4.6	-1.8	-28.8	-5.9	2.7
증가율 (%)	적전	적지	적지	적지	흑전
법인세비용	8	-45	-28	-15	8
계속사업이익	-45	29	-167	-45	24
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-45	29	-167	-45	24
당기순이익률 (%)	-5.6	3.2	-24.6	-4.5	2.0
증가율 (%)	적전	흑전	적전	적지	흑전
지배주주지분 순이익	-33	6	-158	-45	24
비지배주주지분 순이익	-13	22	-10	1	-1
기타포괄이익	35	158	24	0	0
총포괄이익	-11	187	-144	-45	24

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,262	1,031	967	1,078	1,071
현금성자산	552	419	252	209	182
단기투자자산	20	77	176	176	176
매출채권	196	164	159	262	281
재고자산	345	333	342	393	395
기타유동자산	44	38	37	37	37
비유동자산	1,130	1,251	1,226	1,218	1,186
유형자산	1,000	1,128	1,060	1,057	1,030
무형자산	12	29	36	30	25
투자자산	96	24	25	25	25
기타비유동자산	22	70	105	106	106
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,392	2,282	2,193	2,296	2,257
유동부채	333	118	234	352	281
단기차입금	146	18	44	124	44
매입채무	30	16	26	45	49
유동성장기부채	0	0	100	100	100
기타유동부채	157	84	64	83	88
비유동부채	94	262	201	231	239
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	6	107	40	40	40
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	88	155	161	191	199
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	426	380	434	583	520
지배주주지분	1,434	1,334	1,624	1,579	1,603
자본금	23	23	26	26	26
자본잉여금	1,138	929	1,349	1,349	1,349
자본조정 등	0	0	-0	-0	-0
기타포괄이익누계액	29	144	166	166	166
이익잉여금	243	237	83	38	62
비지배주주지분	532	568	134	135	135
자본총계	1,966	1,902	1,758	1,714	1,738

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	-90	87	-95	-36	123
당기순이익	-45	29	-167	-45	24
유형자산 상각비	76	85	87	90	97
무형자산 상각비	1	1	5	6	5
외환손익	15	-48	49	0	0
운전자본의 감소(증가)	-173	29	-7	-87	-3
기타	36	-9	-62	0	0
투자활동으로인한현금흐름	472	97	-153	-88	-70
투자자산의 감소(증가)	9	72	-1	-0	-0
유형자산의 감소	33	9	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-219	-96	-63	-88	-70
기타	649	112	-89	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-29	-345	54	80	-80
차입금의 증가(감소)	-9	101	-67	0	0
사채의증가(감소)	-134	-50	0	0	0
자본의 증가	-3	-209	423	0	0
배당금	-14	-9	0	0	0
기타	131	-178	-302	80	-80
기타현금흐름	-2	28	28	0	0
현금의증가(감소)	351	-133	-166	-44	-27
기초현금	201	552	419	252	209
기말현금	552	419	252	209	182

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	-979	625	-3,252	-850	454
EPS(지배순이익 기준)	-706	137	-3,066	-869	464
BPS(자본총계 기준)	42,633	41,247	33,577	32,728	33,182
BPS(지배지분 기준)	31,088	28,922	31,015	30,146	30,610
DPS	200	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	NA	37.8	NA	NA	81.1
P/E(지배순이익 기준)	NA	172.8	NA	NA	79.3
P/B(자본총계 기준)	1.0	0.6	0.9	1.1	1.1
P/B(지배지분 기준)	1.4	0.8	1.0	1.2	1.2
EV/EBITDA(Reported)	22.6	59.7	NA	50.8	13.8
배당수익률	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	흑전	적전	적지	흑전
EPS(지배순이익 기준)	적전	흑전	적전	적지	흑전
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-2.3	1.5	-9.1	-2.6	1.4
ROE(지배순이익 기준)	-2.2	0.5	-10.7	-2.8	1.5
ROA	-1.9	1.2	-7.5	-2.0	1.0
안정성 (%)					
부채비율	21.7	20.0	24.7	34.0	29.9
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	0.9	NA	NA	NA	3.0

** K-IFRS 연결 기준*

HD현대에너지솔루션 (322000)

Analyst 강동진 dongjin.kang@hmsec.com

미국 가정용 수요 호조와 고유가

BUY **TP 150,000원**

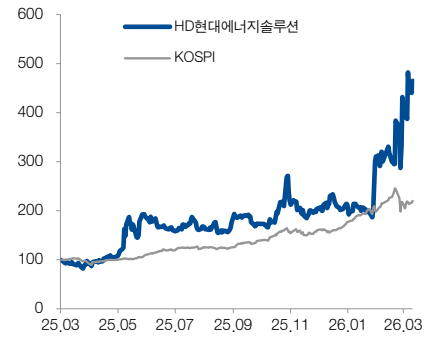
현재주가 (3/17)	126,000원
상승여력	19.0%
시가총액	1,411십억원
발행주식수	11,200천주
자본금/액면가	56십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	130,700원/22,200원
일평균 거래대금 (60일)	107십억원
외국인 지분율	4.05%
주요주주 지분율	
에이치디한국조선해양	53.57%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	54.8	117.2	146.1
상대주가(%p)	51.1	56.2	48.9

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	2,541	2,297	35,000
After	9,075	10,230	150,000
Consensus	4,527	N/A	122,000
Cons. 차이	100.5%	N/A	23.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: Fnguide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 목표주가 기존 35,000원에서 150,000원으로 상향. 기존 목표주가는 '25년 EBITDA 전망치 39십억원에 Target EV/EBITDA multiple 7.3x 적용. 이는 중국 태양광 경쟁사 중간값 수준. 신규 목표주가는 '26년 EBITDA 134십억원에 주요 Global peer 평균 EV/EBITDA multiple 10.9x 적용하여 도출
- '26년 동사 매출액 가이던스는 6,122억원이나 이를 크게 상회하는 8,602억원의 매출 전망. OPM 역시 작년 8.4% 대비 개선된 14.1% 기대. 국내 고성장 및 ASP 높은 미국 가정용 비중 확대 영향. 미국 가정용 비중국 모듈 ASP 강세. 또한, N-type 전환 및 중국 태양광 증치세 환급 중단 역시 ASP 강세 기대 요인
- 국내 태양광 시장 고성장 지속 및 우호적인 정책 기대. 이란 전쟁으로 인한 에너지 대외 의존도 축소 기조는 국내 태양광 시장 성장 모멘텀이 될 것

주요이슈 및 실적전망

- 2026년 실적은 매출액 8,602억원(+74.6% yoy), 영업이익 1,212억원(+194.0% yoy) 기록하여 컨센서스 및 가이던스를 크게 상회하는 실적을 기록할 전망. 국내외 우호적인 정책 환경 및 이란 전쟁으로 인한 에너지 대외 의존도 축소 정책이 호실적 배경이 될 것. 또한, 우호적인 환율 여건 역시 실적 호조를 전망하는 요인
- 1Q26 실적 매출액 1,661억원(+94.8% yoy, +8.8% qoq), 영업이익 158억원(흑전 yoy, +8.7% qoq) 기록하여 통상 비수기임에도 불구하고 전분기 대비 개선된 실적 기대. 미국 가정용 태양광 수요 호조 및 국내 수요 호조 영향
- 국내 태양광 설치량 '25년 3.7GW로 16.3%(yoy) 성장. 높은 전기 요금, 넷제로 추진 등으로 고성장. 재생에너지 이격거리 규제 완화 및 높은 산업용 전기 요금 등으로 국내 시장은 올해 5GW(+35%)로 고성장 전망. 동사 국내 출하량 역시 M/S 유지 수준에서 성장 전망. 이란 전쟁 및 호르무즈 해협 통항 불안정에 따라, 에너지 대외 의존도 축소를 위한 정책 강화 전망. 이 역시 동사에는 긍정적 환경이 될 것
- 해외: '25년 미국 매출 비중이 32.9%까지 확대. 미국 내 가정용 태양광 산업은 TPO 사업으로 전환됨에 따라, 투자세액 공제 수취가 수익성에 중요. 이를 위한 non-PFE 모듈 수요 강세. N-type 전환 역시 ASP 강세 요인
- 동사는 '25년말 기준 순현금 1,300억원 보유한 우량한 재무구조. 국내 시장 고성장 시 셀/모듈 중심으로 국내 Capa 증설 가능성도 충분하다는 판단

주가전망 및 Valuation

- 주가 급등했으나, 실적 강세로 견조한 주가 전망

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	422	4	0	15	10	흑전	1,980.6	0.6	6.9	0.0	0.0
2025	493	41	42	54	3,721	36,385.5	14.7	1.5	9.0	10.6	0.0
2026F	860	121	102	134	9,075	143.9	13.9	2.7	9.1	21.7	0.0
2027F	941	131	115	143	10,230	12.7	12.3	2.2	7.7	19.9	0.0
2028F	1,005	140	125	152	11,155	9.0	11.3	1.9	6.5	17.9	0.0

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 HD현대에너지솔루션 실적 요약 (단위: 십억원)

	분기실적			증감률		당사 추정		컨센서스	
	4Q25P	4Q24	3Q25	(YoY)	(QoQ)	4Q25	대비	4Q25	대비
매출액	152.6	111.4	121.0	37.0%	26.1%	166.7	-8.5%	127.1	20.1%
영업이익	14.5	6.4	14.7	126.6%	-1.4%	10.8	34.3%	13.9	4.3%
영업이익률	9.5%	5.7%	12.1%	3.8%p	-2.6%p	6.5%	3.0%p	10.9%	-1.4%p
지배지분순이익	19.4	8.4	12.0	131.0%	61.7%	8.4	131.0%	11.7	65.8%

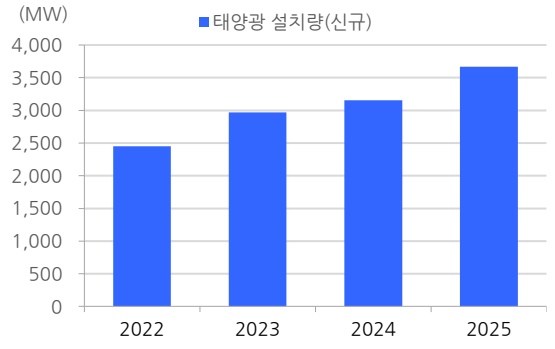
자료: HD현대에너지솔루션, Fnguide, 현대차증권
주 : K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 HD현대에너지솔루션 실적 추정 변경 (단위: 십억원)

	2026F					2027F				
	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이
매출액	860.2	647.0	33.0%	643.0	33.8%	940.9	802.3	17.3%	659.0	42.8%
영업이익	121.2	38.8	212.4%	66.9	81.2%	131.2	47.8	174.5%	85.8	52.9%
영업이익률	14.1%	6.0%	8.1%p	10.4%	3.7%p	13.9%	6.0%	8.0%p	13.0%	0.9%p
지배지분순이익	101.6	28.5	256.5%	50.7	100.4%	114.6	25.7	345.9%	68.6	67.1%

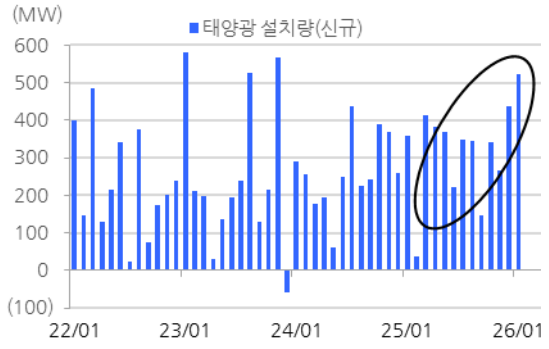
자료: HD현대에너지솔루션, Fnguide, 현대차증권

〈그림1〉 국내 연간 태양광 설치량



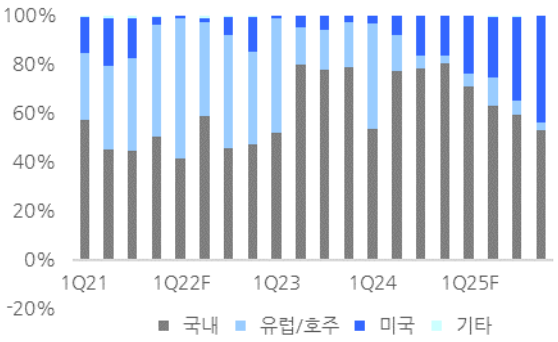
자료 : EPSIS, 현대차증권

〈그림2〉 국내 월간 태양광 설치량



자료 : EPSIS, 언론, 현대차증권

〈그림3〉 미국 매출 비중 대폭 성장



자료 : HD현대에너지솔루션, 현대차증권

〈그림4〉 Valuation Table

	단위	2026	비고
EBITDA	(십억 원)	134.0	
EV/EBITDA Multiple		10.9	주요 Peer 그룹 평균
순차입금	(십억 원)	-194.7	'26 년 전망
Target 시가총액	(십억 원)	1,652.9	
발행주식수	(천 주)	11,200	
적정주가	(원)	147,582	TP: 150,000 원

자료 : HD현대에너지솔루션, 현대차증권

〈표3〉 상세실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)	2025	2026F	2027F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출	**492.6**	**860.2**	**940.9**	**85.3**	**133.7**	**121.0**	**152.6**	**166.1**	**215.5**	**237.7**	**240.9**
(yoy, %)	16.6%	74.6%	9.4%	-12.6%	18.6%	20.2%	37.1%	94.8%	61.2%	96.5%	57.8%
(qoq, %)	-	-	-	-23.5%	56.8%	-9.5%	26.2%	8.8%	29.8%	10.3%	1.3%
모듈	373.8	733.8	810.8	57.3	100.6	91.7	124.2	136.3	180.3	206.7	210.5
솔루션/기타	118.8	126.4	130.1	28.0	33.1	29.3	28.4	29.8	35.2	31.0	30.4
영업이익	**41.2**	**121.2**	**131.2**	**-3.0**	**15.1**	**14.7**	**14.5**	**15.8**	**31.3**	**38.0**	**36.1**
(yoy, %)	1076.9%	194.0%	8.3%	적지	90.5%	328.8%	126.4%	흑전	107.5%	159.2%	148.8%
(qoq, %)	-	-	-	적전	흑전	-2.6%	-1.0%	8.7%	98.1%	21.7%	-5.0%
(OPM)	8.4%	14.1%	13.9%	-3.6%	11.3%	12.1%	9.5%	9.5%	14.5%	16.0%	15.0%
세전이익	**43.9**	**124.0**	**139.7**	**-1.8**	**15.5**	**15.6**	**14.6**	**16.3**	**31.6**	**39.1**	**37.0**
지배순이익	**41.7**	**101.6**	**114.6**	**-1.1**	**11.4**	**12.0**	**19.4**	**13.4**	**25.9**	**32.1**	**30.3**

자료: HD현대에너지솔루션, 현대차증권

〈표4〉 Global Peer Valuation Table

(단위: 백만$, X, %)

기업명	FY	매출액	영업이익	순이익	EBITDA	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
LONGI GREEN ENERGY TECHNOL-A	23	18,287.2	961.0	1,518.3	1,628.3	16.1	2.5	13.8	16.2
	24	11,470.3	-1,405.7	-1,196.9	-483.0	N/A	2.0	N/A	-9.2
	25	10,329.1	-776.8	-677.3	202.4	N/A	2.5	92.9	-8.1
	26F	12,742.5	409.7	341.1	1,211.8	59.5	2.5	15.5	4.2
	27F	14,152.8	874.7	729.0	1,837.5	28.0	2.3	10.2	8.0
JINKOSOLAR HOLDING CO-ADR	23	16,759.9	1,292.7	1,050.7	2,401.9	12.0	2.6	7.0	24.4
	24	12,843.9	71.3	13.7	1,145.9	711.0	2.2	11.2	-16.3
	25	10,288.5	-823.7	-750.5	494.4	N/A	2.8	27.7	-18.0
	26F	12,635.9	106.4	56.7	1,301.5	90.5	2.7	10.5	1.4
	27F	13,977.4	562.6	466.9	1,806.2	24.0	2.4	7.6	10.1
CANADIAN SOLAR INC	23	7,613.6	453.3	274.2	784.8	6.0	0.7	5.6	12.2
	24	5,993.4	-30.1	36.1	496.4	4.3	0.3	11.5	0.6
	25	5,709.9	100.2	-92.9	617.5	N/A	0.4	12.2	-3.7
	26F	7,470.7	298.4	68.0	826.8	28.7	0.4	9.1	-0.7
	27F	8,526.0	366.5	98.2	964.7	14.6	0.4	7.8	2.7
TRINA SOLAR CO LTD-A	23	16,015.5	857.3	780.5	1,313.9	11.2	2.0	10.0	19.1
	24	11,150.8	-448.3	-478.2	332.1	N/A	1.6	34.1	-11.9
	25	10,324.2	-833.4	-768.0	232.0	N/A	2.0	50.4	-23.1
	26F	12,486.7	165.6	92.1	990.3	68.1	1.9	11.8	4.3
	27F	14,536.9	558.5	448.6	1,502.6	13.6	1.7	7.8	11.9
FIRST SOLAR INC	23	3,318.6	857.3	830.8	1,177.4	20.4	2.8	14.4	13.3
	24	4,206.3	1,394.4	1,292.0	1,832.3	13.4	2.2	8.9	17.4
	25	5,091.1	1,626.3	1,565.8	2,154.5	13.7	2.2	8.9	17.7
	26F	5,400.2	2,041.2	1,981.6	2,620.1	10.6	1.9	7.3	18.8
	27F	6,219.7	2,727.6	2,608.1	3,368.4	8.0	1.6	5.7	20.1
JA SOLAR TECHNOLOGY CO LTD-A	23	19,643.8	3,254.9	1,916.9	4,178.3	8.3	1.8	5.1	22.2
	24	12,777.6	-903.3	-977.7	357.8	N/A	2.0	71.6	-12.8
	25	13,533.0	-998.9	-936.4	942.4	N/A	2.0	25.9	-14.3
	26F	16,494.6	426.5	159.6	2,199.8	62.2	1.9	11.1	2.9
	27F	18,251.2	1,168.5	685.8	2,872.9	17.3	1.8	8.5	10.2

자료 : Bloomberg, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	422	493	860	941	1,005
증가율 (%)	-22.7	16.8	74.4	9.4	6.8
매출원가	375	386	623	683	729
매출원가율 (%)	88.9	78.3	72.4	72.6	72.5
매출총이익	47	106	237	258	276
매출이익률 (%)	11.1	21.5	27.6	27.4	27.5
증가율 (%)	-25.4	125.5	123.6	8.9	7.0
판매관리비	44	65	116	127	136
판관비율(%)	10.4	13.2	13.5	13.5	13.5
EBITDA	15	54	134	143	152
EBITDA 이익률 (%)	3.6	11.0	15.6	15.2	15.1
증가율 (%)	-51.6	260.0	148.1	6.7	6.3
영업이익	4	41	121	131	140
영업이익률 (%)	0.9	8.3	14.1	13.9	13.9
증가율 (%)	-77.8	925.0	195.1	8.3	6.9
영업외손익	-7	2	3	9	12
금융수익	14	13	5	9	12
금융비용	9	10	2	0	0
기타영업외손익	-12	-1	0	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-3	44	124	140	152
세전계속사업이익률	-0.7	8.9	14.4	14.9	15.1
증가율 (%)	적지	흑전	181.8	12.9	8.6
법인세비용	-3	2	22	25	27
계속사업이익	0	42	102	115	125
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	42	102	115	125
당기순이익률 (%)	0.0	8.5	11.9	12.2	12.4
증가율 (%)	-100.0	N/A	142.9	12.7	8.7
지배주주지분 순이익	0	42	102	115	125
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	6	0	0	0
총포괄이익	-2	48	102	115	125

(단위:십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	318	386	527	650	787
현금성자산	140	37	103	213	327
단기투자자산	0	110	110	110	110
매출채권	76	129	138	144	154
재고자산	83	95	161	168	180
기타유동자산	18	15	16	16	16
비유동자산	136	144	140	136	132
유형자산	88	98	95	92	90
무형자산	10	10	8	7	6
투자자산	2	2	2	2	2
기타비유동자산	36	34	35	35	34
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	454	530	666	786	920
유동부채	70	96	128	133	142
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	52	72	104	109	117
유동성장기부채	3	2	2	2	2
기타유동부채	15	22	22	22	23
비유동부채	14	17	18	19	19
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	10	15	15	15	15
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4	2	3	4	4
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	84	113	147	152	161
지배주주지분	370	418	519	634	759
자본금	56	56	56	56	56
자본잉여금	106	106	106	106	106
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	3	9	9	9	9
이익잉여금	205	247	349	463	588
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	370	418	519	634	759

(단위:십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	83	18	76	118	122
당기순이익	0	42	102	115	125
유형자산 상각비	9	11	11	11	10
무형자산 상각비	2	2	2	1	1
외환손익	-1	0	2	0	0
운전자본의 감소(증가)	92	-41	-40	-8	-14
기타	-19	4	-1	-1	0
투자활동으로인한현금흐름	-14	-124	-10	-8	-8
투자자산의 감소(증가)	-0	-0	0	0	0
유형자산의 감소	1	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-12	-12	-8	-8	-8
기타	-3	-112	-2	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-34	2	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-10	4	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-24	-2	0	0	0
기타현금흐름	0	-0	0	0	0
현금의증가(감소)	35	-104	66	111	114
기초현금	105	140	37	103	213
기말현금	140	37	103	213	327

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	10	3,721	9,075	10,230	11,155
EPS(지배순이익 기준)	10	3,721	9,075	10,230	11,155
BPS(자본총계 기준)	33,007	37,302	46,377	56,607	67,762
BPS(지배지분 기준)	33,007	37,302	46,377	56,607	67,762
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	1,980.6	14.7	13.9	12.3	11.3
P/E(지배순이익 기준)	1,980.6	14.7	13.9	12.3	11.3
P/B(자본총계 기준)	0.6	1.5	2.7	2.2	1.9
P/B(지배지분 기준)	0.6	1.5	2.7	2.2	1.9
EV/EBITDA(Reported)	6.9	9.0	9.1	7.7	6.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	36,385.5	143.9	12.7	9.0
EPS(지배순이익 기준)	흑전	36,385.5	143.9	12.7	9.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	0.0	10.6	21.7	19.9	17.9
ROE(지배순이익 기준)	0.0	10.6	21.7	19.9	17.9
ROA	0.0	8.5	17.0	15.8	14.7
안정성 (%)					
부채비율	22.7	27.0	28.2	23.9	21.2
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	3.3	114.5	387.0	418.5	446.8

** K-IFRS 연결 기준*

나무가 돈이 된다? 산림지(Timberland)투자 첫걸음

Analyst 이화진 hlee@hmsec.com
RA 이수현 suhyeon@hmsec.com

나무가 돈이 된다, 산림지(Timberland) 투자

산림지 투자는 산림지(Timberland)를 자산으로 운용하며 수익을 얻는 대체투자의 일종이다. 산림지의 주 수익원은 목재 판매이나 이외에도 토지 가치 상승, 작물 수확, 투어/레져, 탄소크레딧 판매 등 수익구조가 다변화될 수 있다. 이와 더불어 산림지는 기후 변화 완화, 생물다양성 기여, 수자원 서비스, 토양 보존 등 지속가능성 측면에서도 긍정적인 가치를 창출한다

나무는 대기 중 온실가스를 포집·저장하고, 지구 상의 숲은 매년 약 26억 톤의 이산화탄소를 흡수한다. 이는 화석연료 연소로 배출되는 CO_2의 3분의 1 수준이다. 이렇듯 산림지는 자연 본연의 능력을 통해 기후위기를 해결하는 자연기반해법(NBS; Nature-based Solution)의 일환으로, 투자자의 포트폴리오 탄소 감축 목표 달성에도 기여한다. 더 나아가 민간 조직이 자발적으로 탄소 크레딧(탄소 감축 실적 인증서) 발행을 통해 목재 판매 이외의 수익을 창출하기도 한다

산림지 투자의 특징

산림지 투자의 매력은 ①안정적 수익률 ②포트폴리오 다각화 ③인플레이션 헤지 ④ 탄소 감축, 생물 다양성에 기여하는 자연자본이라는 특성으로 인해 여전히 투자자들의 관심을 끌고 있다. 산림지 투자는 인플레이션 헤지 수단이 될 수 있다. 물가 상승기에 건축물, 가구, 제지 등의 가격이 상승하면, 원료가 되는 목재의 가격도 상승할 수 있기 때문이다. 포트폴리오 다각화 측면에서도 매력도를 더하는 요인이 된다. 전통적인 자산군의 움직임과 별개의 움직임을 보여 포트폴리오 다각화 수단으로서 주목받아왔다. 그 외에 산림지 투자의 장점은 수익성의 토대가 되는 나무의 성장이 금융 시장의 사이클과 무관하게 축적된다. 또한,목재는 공급자가 생산을 조절할 수 있는 상품이다. 생산자는 경기 둔화로 목재 가격이 낮을 때는 수확을 미루고, 가격이 높아질 때 수확을 늘릴 수 있다. 목재 이외에도 부동산 가치 상승, 탄소크레딧 등 수익구조를 다변화할 수 있다

산림지 투자에 있어 화재에 대한 우려가 있지만, 이를 산림지 상품의 투자 회피 요인으로 인식하기 보다는 전략과 관리를 통해 일정 수준 통제해야 할 리스크로 판단하고 관리되고 있다. 버퍼풀(Buffer Pool)은 이러한 위험을 관리하기 위한 일종의 보험 장치다. 이 제도에 따라 개별 탄소 상쇄 프로젝트는 위험의 정도를 고려하여 일정분의 크레딧을 버퍼풀로 둔다. 만약 화재, 질병, 혹은 프로젝트 중단으로 인해 탄소가 다시 방출될 경우 버퍼풀 크레딧이 소각되어 손실을 보전한다

산림지(Timberland) 투자

산림지 투자란

산림지 투자란

산림지 투자는 산림지(Timberland)를 자산으로 운용하며 수익을 얻는 대체투자의 일종이다. 산림지의 주 수익원은 목재 판매이나 이외에도 토지 가치 상승, 작물 수확, 투어/레져, 탄소크레딧 판매 등 수익구조가 다변화될 수 있다. 이와 더불어 산림지는 기후 변화 완화, 생물다양성 기여, 수자원 서비스, 토양 보존 등 지속가능성 측면에서도 긍정적인 가치를 창출한다.

산림지(Timberland)와 숲(Forest)의 차이

미국 산림청의 분류에 따르면 산림지는 숲(Forest) 중에서도 법령/규제 상 산업용 목재 생산이 금지되지 않은 숲을 의미한다. 2017년 미국을 기준으로 전체 숲의 67%가 Timberland, 즉 산림지로 분류되었다. 다만 규제 상 산림지로 분류되었더라도 물리적, 경제적 여건에 따라 실제로는 목재 생산이 여의치 않을 수 있다. 고지대에 위치하여 물리적 접근이 어렵거나 목재 가공업체로부터 거리가 멀어 수지타산이 맞지 않은 경우도 있다

산림지의 소유 주체

미국의 경우 산림지의 70%정도가 민간 소유다. 민간 소유는 크게 법인과 비법인 주체로 구분되는데 가족, 부족, 기타 단체 등 비법인(47%)의 비중이 법인(23%) 보다 높다. 법인의 경우 크게 산업형 소유자와 기관형 소유자로 분류된다

산업형 소유자는 산림지와 목재·펄프 가공 시설을 모두 소유하여 공급망이 수직적으로 통합된 생산업체다

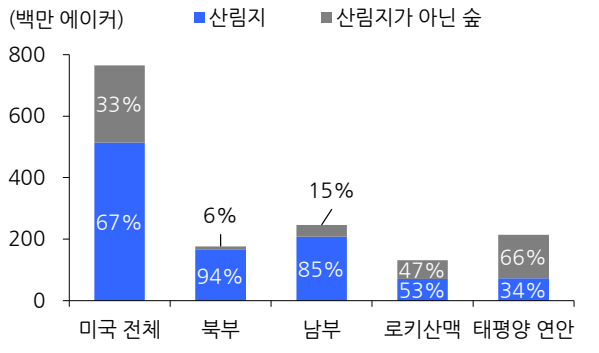
기관형은 산림지를 소유하지만 가공 시설은 보유하지 않은 경우에 해당하며, 목재 가공 수익을 제외한 순수한 산림지 투자 수익을 추구한다. TIMO에 의해 관리되는 산림지가 대표적이다. TIMO(Timber Investment Management Organization)란 기관투자자를 위해 산림지 포트폴리오를 관리하는 운용 주체로, 투자자를 대신하여 산림지의 발굴, 매입, 관리·감독, 매각을 수행한다

산림지 투자의 역사

미국에서는 1970년대까지만 해도 법인 소유의 산림지의 경우, 산업형 소유자, 즉 생산업체에 의한 소유가 보편적이었다. 1974년 제정된 근로자 퇴직 소득 보장법(ERISA; Employee Retirement Income Security Act)에 연기금들이 주식 및 채권 이외의 자산에도 포트폴리오를 분산해야 한다는 내용이 담기면서, 대체투자 자산군 중 하나로 주목받기 시작했다

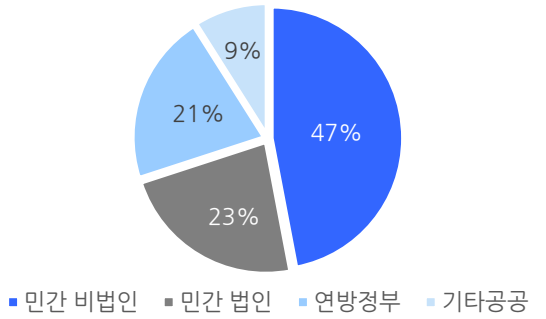
1986년부터는 목재 가공업체들이 보유하던 산림지의 벌목 수익에 대해 세율 적용이 불리하게 변경되면서 산업형에서 기관형 소유자로 이전이 증가하게 됐다. 기관형 즉, 연기금, 재단, 대학 기관과 같은 비과세 기관의 경우, 1980년대 당시에는 미국 국세청이 이들의 목재 수확 수익이 비관련 사업 과세 소득에(UBTI; Unrelated Business Taxable Income, 면세 기관이 기관의 목적과 무관한 사업에서 얻은 과세 대상 소득) 해당하지 않는다는 입장으로 산업형과 달리 유리한 세율 적용이 가능했다. 이에 따라 산업형 소유자에서 기관형 소유자로의 산림지 매각이 본격적으로 촉진되고 기관 투자자들의 산림지 투자가 활성화되기 시작했다

〈그림1〉 미국 숲에서 산림지의 비중



주: 2017년 기준
자료: U.S. Forest Ownership and Management: Background and Issues for Congress(2021), 현대차증권

〈그림2〉 미국 산림지(Timberland)의 소유 분포



주: 2017년 기준
자료: U.S. Forest Ownership and Management: Background and Issues for Congress(2021), 현대차증권

〈표1〉 미국과 캐나다에서의 관리 면적 기준 산림지 관리자 Top 10

Firm	특징	전체	미국	캐나다
American Forest Management	산림 관리 회사	5,738	5,738	0
LandVest Timberlands		2,357	2,357	0
F&W Forestry Services		2,346	2,346	0
Huber Resources (J.M. Huber Corp.)		1,500	1,500	0
Manulife (Hancock)	TIMO	3,579	3,532	47
Wagner Forest Management		2,139	910	1,229
Resource Management Service (RMS)		2,124	2,124	0
Forest Investment Associates (FIA)		1,814	1,814	0
Molpus Woodlands Group		1,715	1,715	0
BTG Pactual		1,512	1,512	0

주: 면적은 천 에이커 기준으로 표시
자료: Forisk North American Timberland Owner List(2025)

산림지 투자 방법

산림지 투자 수단
① 펀드
② 직접 숲을 매입하여 운용
③ 리츠
④ ETF

첫째, 산림지 투자의 가장 대표적인 수단은 TIMO(Timber Investment Management Organization)를 통한 위탁투자 방식이다. TIMO는 투자자의 산림지 포트폴리오를 관리하는 운용 주체로, 산림지의 발굴, 매입, 관리·감독, 매각을 담당한다.
투자자는 여러 투자자의 자금이 함께 운영되는 펀드에 투자할 수도 있고, 단독으로 맞춤형 운용이 가능한 개별 계정으로 투자할 수도 있다. 일반적으로 펀드는 개별 계정보다 더 큰 규모의 자금을 운용하므로 여러 산림지에 분산 투자하기 용이하다.
투자자 입장에서는 더 적은 자금으로 더 큰 포트폴리오 다각화 효과를 누릴 수 있다.

둘째, 투자자가 직접 산림지를 매입하고 운용할 수도 있다.2021년 캐나다 퀘벡 연기금은 숲 관리 업체와 파트너십을 체결하여 직접 소나무 임지를 매수하고 운영한 바 있다.

셋째, 공모형 수단인 리츠와 ETF 투자를 고려할 수 있다. 이 경우 순수한 산림지 투자 외에 목재 제조 혹은 제지 사업도 포함되어 있다. 2025년 말 기준 산림지 리츠 중 가장 큰 Weyerhaeuser(WY)는 목재 제조 사업을 함께 운영한다.
두번째로 큰 규모인 Rayonier(RYN)의 경우 2024년 말 기준 미국과 뉴질랜드에서 약 250만 에이커의 산림지와 부동산을 보유했으며, 제조 자산은 보유하지 않았다. 그러나, 2025년 6월 30일 뉴질랜드 합작 법인 Matariki Forestry Group에 대해 보유했던 지분 77%를 전량 매각하여 뉴질랜드 사업에서 완전히 철수했고, 2025년 10월 14일 제조 사업을 병행하는 PotlatchDeltic(PCH)과 합병을 발표, 올해 1월 말 합병을 완료했다. 합병 법인 Rayonier는 미국 전역에 400만 에이커 이상의 산림지를 보유하고, 6개 제재소와 산업용 합판 공장 1곳을 포함한 목재 가공 설비를 운영하며, 주거·상업용 부동산 개발 및 농촌 토지 매각 사업도 병행하고 있다.

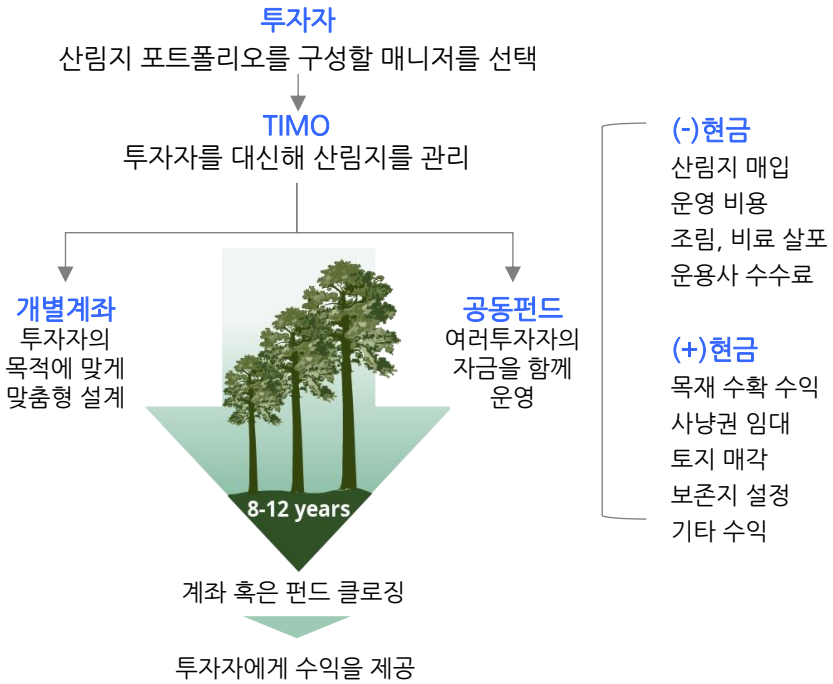
넷째, ETF의 경우 iShares Global Timber & Forestry가 대표적인데, 산림업 관련 주식과 리츠로 구성되어 있으며 목재, 펄프, 포장재 제조 기업들을 다수 포함한다.

〈표2〉 산림지 투자 방법

방법	대표 사례
산림지를 직접 매입하고 운영	2021 년 CDPQ(캐나다 퀘벡 연기금)은 Westervelt Company(숲관리/목재 제조 업체)와 전략적 파트너십을 체결. 가족 기업인 Superior Pine Products 로부터 76,000 에이커 규모의 소나무 임지를 인수
TIMO 를 통한 위탁투자	폐쇄형: Forest & ClimateSolutions Fund/ 개방형: Hancock Timberland and Farmland Fund
리츠	Weyerhaeuser(WY), Rayonier(RYN)
목재/임업 ETF	iShares Global Timber & Forestry ETF: 산림업 관련 주식과 리츠로 구성. 목재, 펄프, 포장재 제조 기업들이 다수 포함

자료: lacaisse.com, Rayonier, iShares, 현대차증권

〈그림3〉 산림지 펀드의 구조



자료: Timberland Investment Resources Europe LLP, 현대차증권

2025년, 산림지에 대한 투자자들의 관심이 증가

2025년 산림지에 대한 투자자들의 관심이 증가

2025년 농업 및 숲과 관련된 펀드의 모집금액은 134억 달러(개별 위탁 계정을 포함한 폐쇄형 펀드만 집계. GP출자, 레버리지는 제외)를 기록했다. 이중 산림지 펀드의 비중이 40%로 확대되는 추세다. 또한 클로징 규모 순으로 봤을 때 역대 산림/목재 펀드 상위 5개 중 3개가 2024-2025년에 성공적인 자금 모집이 이뤄졌다. 이는 탄소 감축에 기여할 뿐만 아니라 생물 다양성을 비롯한 생태계 서비스를 제공하는 자연자본에 대한 투자자들의 관심이 증가한 영향으로 보인다.

사례. Campbell Global Forest & Climate Solutions Fund II 15억달러를 모집

Campbell Global은 1981년 설립된 산림지 투자에 특화된 운용사로 2024년 12월 31일 기준 미국, 호주, 뉴질랜드, 칠레에서 약 101억 달러 가치, 60만 헥타르 이상 규모의 산림을 관리한다. Campbell Global은 2021년 JP모건에 인수되었고, 2022년 인수 이후 첫 상품으로 Forest & Climate Solutions Fund II를 출시했다. 최초 목표액은 10억 달러였으나 2025년 4월 그 보다 많은 15억 달러가 모집됐다. 이외에도 별도 계정 투자 위임 8억 달러를 포함하여 총 23억 달러 규모의 자본을 조달했다.

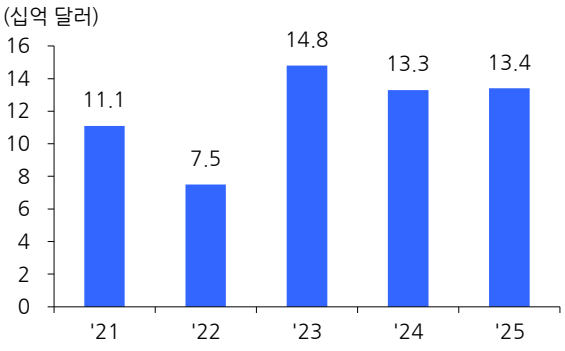
Campbell의 부지는 SFI 인증 획득

Campbell 관리 하에 있는 다수의 부지가 친환경적인 산림 개발에 대한 인증인 '지속가능산림이니셔티브(SFI; Sustainable Forestry Initiative)'의 인증을 획득했다. SFI 인증을 획득한 숲은 제3자의 독립된 감사 기관이 매년 부지를 방문하여 재조림, 수자원 및 토양 보호, 생물 다양성 보전, 원주민 권리 존중, 화재 및 해충 관리 등 산림 조림의 전 과정에 대한 지속가능성 기준을 충족하였는지 확인한다.

Campbell Global은 2024년 12월 워싱턴주 북서부에 위치한 4만 헥타르 규모의 고품질 상업용 산림지를 인수했다. 'Tyee'라고 명명된 이 부지는 전통적인 상업용 목재 생산 수익과 탄소 감축 등 환경적 가치를 동시에 추구하며 운영된다고 한다.

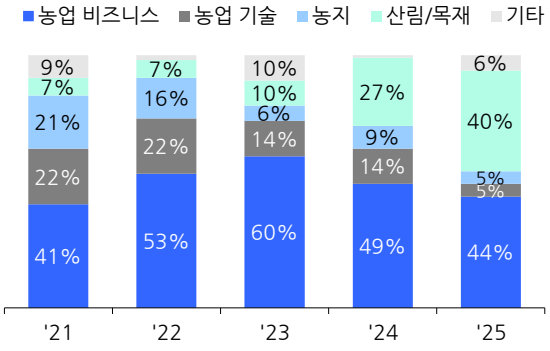
Tyee 부지의 경우 360마일이 넘는 하천 중 165마일 구간에 물고기가 서식하고 있으며, 약 6,500 에이커의 하천변이 수질 보전을 위해 관리되고 있다. 또한 북부 올빼미 등 야생 동물과 다양한 수령·종류의 나무가 약 2,000만 그루 서식한다. 이와 함께 지역 주민들에게 생활임금을 보장하는 고용 기회를 제공하는 사회적 측면에서의 가치도 창출하고 있다.

〈그림4〉 농업/숲 중심 펀드 모집 금액 추이



자료: Agri Investor

〈그림5〉 농업 및 숲 중심 펀드의 세부 섹터별 비중



주: 폐쇄형 펀드만 집계되었기 때문에 농지 부문의 비중이 적게 나타남
자료: Agri Investor

〈표3〉 산림/목재 관련 펀드 중 클로징 규모 역대 상위 5가지

펀드명	펀드회사	클로징 연도	규모 (억 달러)	DPI	TVPI	IRR
Forest & Climate Solutions Fund II	Campbell Global	2025	15.0	0.00x	1.07x	-
Twin Creeks Timber Fund I	Twin Creeks Timber	2015	12.8	0.20x	1.33x	4.40%
BTG Pactual Brazil Timberland Fund II	BTG Pactual	2024	12.4	-	-	-
Stafford International Timberland Fund X	Stafford Capital Partners	2025	10.4	-	-	-
Brookfield Timberlands Fund V	Brookfield Asset Management	2013	10.0	1.47x	1.48x	6.20%

주: 폐쇄형 펀드만 집계
자료: Agri Investor

〈그림6〉 Campbell Global이 관리하는 산림들의 위치

자료: CampbellGlobal

산림지 투자의 장기 성과

NCREIF 산림지 지수: 미국 산림지 투자 수익률의 지표

NCREIF(National Council of Real Estate Investment Fiduciaries) 산림지 지수는 사모시장에서 투자 목적으로 인수한 미국 산림지의 투자 성과를 측정하는 지수이다. 산림지 자산의 투자 성과를 보여주는 사실상 유일한 지표이기 때문에 관련 분석 시 해당 지수가 주로 사용된다.

해당 지수의 수익률은 미국 부동산 투자 수탁자 협의회(NCREIF; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries)의 회원사들이 제출한 산림지 자산의 시장 가치를 반영하여 계산된다. 제출된 자산 가치는 제3자의 외부 감정에 의해 측정된 값일 수도 있고, 영업이익, 부동산 매각·매입, 부동산 시장가치의 변화, 보유 면적 변화 등을 운용사가 자체적으로 고려하여 제출한 값일 수도 있다.

NCREIF 산림지 지수는 회원사 소유가 아닌 산림지의 성과를 반영하지 못하고, 분기별로 계산되기 때문에 금융시장 충격이나 실시간 이슈에 대해 지연 또는 과소 반영되는 경향으로 다소간의 한계는 있다.

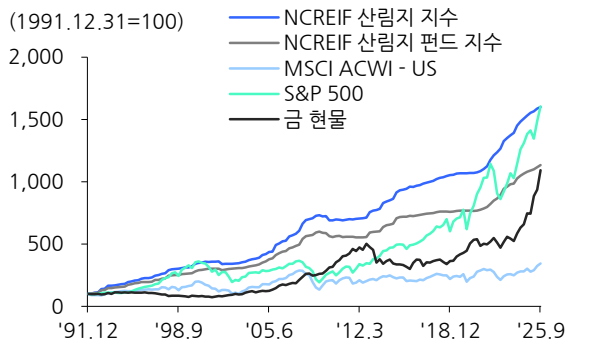
금융위기 이후 산림지는 S&P500의 수익률을 하회

1991년 말을 시작점으로 할 때, 산림지 지수는 S&P500만큼의 성과를 보였다. 이는 1992년과 1993년 사이에 특히 높은 수익률을 기록했다. 1980년대 후반부터 1990년 초까지 저축대부조합사태로 금융기관 파산이 증가했다. 연준은 유동성 경색을 타개하고 경기침체에 대응하고자 기준금리를 1990년 7월 8.00%에서 1992년 9월 3.00%까지 금리를 인하했다. 그 이후 모기지 금리 하락으로 주택 수요도 늘었고, 멸종위기 동물 보호를 목적으로 환경보호 규제에 따른 벌목이 금지되면서 목재 공급도 크게 감소하면서 가격도 상승했다.

1980년 후반부터 1990년 초반까지는 기관투자자들의 자금 유입과 TIMO의 본격적인 활동이 시작된 초기 단계였으며, 적은 수의 TIMO만이 NCREIF 회원사로 참여했고, 경기 부양과 목재 수급 상황을 고려한다면, 1990년대 초반의 높은 수익률은 이례적인 것으로 보인다.
닷컴버블 붕괴 시기인 2000년에서 2002년을 제외하면, 산림지 투자 성과는 주택 신축 수요에 힘입어 금융위기 이전까지는 대체로 견조했다.

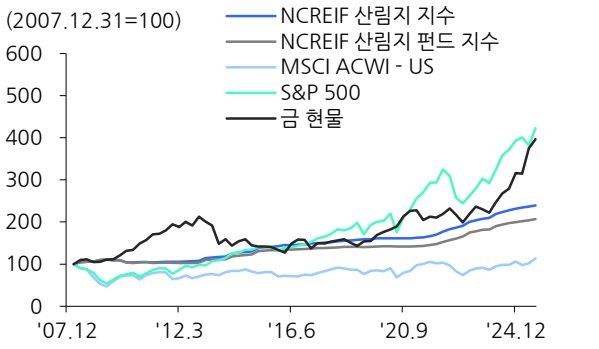
2008년 서브프라임 모기지 사태 이전과 같은 성과를 보이지 못하고 있다. 금융위기 무렵인 2008년도 초를 시작점으로 했을 때, 산림지는 ACWI-US(미국 제외) 보다는 준수하지만, S&P500보다는 낮은 누적수익률을 기록했다. 미국 주택시장이 장기적인 불황을 겪으면서 목재에 대한 수요가 감소했다.

〈그림7〉 산림지와 증시 수익률 비교(92년도~)



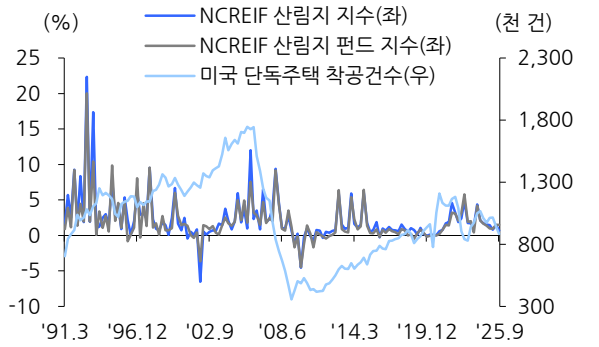
주 1991년말을 100으로 하여 분기 수익률 누적. '25.09까지 반영
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림8〉 산림지와 증시 수익률 비교(08년도~)



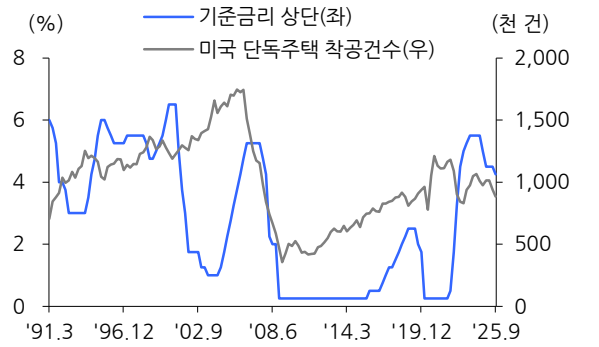
주: 2007년말을 100으로 하여 분기 수익률 누적. '25.09까지 반영
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림9〉 산림지 지수와 미국 단독주택 착공건수



주: 산림지 지수는 전분기 대비 수익률을 표시. 착공건수는 월별 데이터의 분기별 평균값
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림10〉 미국 기준금리와 단독주택 착공건수



자료: 블룸버그, 현대차증권

〈표4〉 산림지 지수와 다른 지수의 변동성 및 장기 성과 비교

구분	표준편차		91 년 말 대비 25 년 9 월말 (배)	07 년 말 대비 25 년 9 월 말 (배)
	92 년~	08 년~		
NCREIF 산림지 지수	9.0%	5.3%	15.98	2.41
NCREIF 산림지 펀드 지수	7.5%	5.5%	11.32	2.10
MSCI ACWI	16.7%	18.0%	7.42	2.44
MSCI ACWI - US	18.2%	18.6%	3.43	1.20
러셀 3000 지수	17.0%	18.1%	16.24	4.48
S&P 500	16.7%	17.4%	16.04	4.56
Bloomberg US 채권지수	5.2%	5.0%	4.63	1.68
NCREIF 상업용 부동산 지수	8.3%	9.2%	11.65	2.48
금 현물	15.3%	16.8%	10.93	4.63

주: 표준편차는 분기별 YoY 수익률의 표준편차
자료: 블룸버그, 현대차증권

산림지 투자의 매력

그럼에도 불구하고 산림지 투자의 매력은?

산림지 투자는 포트폴리오 투자 다양성, ESG 투자 목표 달성, 안정적 수익률 확보가 가능하다. 2007년 말부터 2025년 9월까지 산림지 지수는 2.4배 성장했다. 같은 기간 S&P 500과 금이 4.5배 전후로 성장했음을 고려한다면 다소 낮지만, 꾸준한 성장세를 보이고 있다. 산림지 지수의 낮은 변동성은 매일매일 시장 가격이 변동하지 않고 분기별 평가를 통해 수익률이 계산되는 지수의 측정 방식을 고려하더라도 분기별 YoY수익률의 표준편차가 산림지 지수는 5.3%인 반면, S&P500은 17.4%, 금은 16.8%인 것을 고려한다면, 수익률의 안정성 측면에서 매력도가 있다.

무엇보다 ESG 투자 목적에 부합하며, 경기와 인플레이션 측면에서도 리스크 분산 효과도 있다고 판단된다.

산림지 투자의 장점

경기 및 금융 사이클 下 리스크 관리

산림지 투자의 장점은 첫째, 산림지는 수익성의 토대가 되는 나무의 성장이 금융 시장의 사이클과 무관하게 축적된다. 나무는 금융이나 경기 충격과는 무관하게 일정하게 성장하기 때문이다.

둘째, 목재는 공급자가 생산을 조절할 수 있는 상품이다. 생산자는 경기 둔화로 목재 가격이 낮을 때는 수확을 미루고, 가격이 높아질 때 수확을 늘릴 수 있다. 일반적인 재화나 원물과 달리 판매 시점 지연에 따른 별도의 보관 비용도 매우 낮거나 없다. 마지막으로, 목재 이외에도 부동산 가치 상승, 탄소크레딧 등 수익구조를 다변화할 수 있는 요인이 많기 때문에 목재 시장 침체기에도 비교적 양호한 현금 흐름을 창출할 수 있다.

포트폴리오 다각화

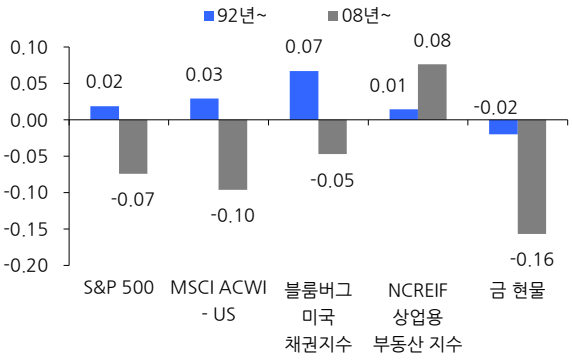
포트폴리오 다각화 측면에서도 매력도를 더하는 요인이 된다. 전통적인 자산군의 움직임과 별개의 움직임을 보여 포트폴리오 다각화 수단으로서 주목받아왔다. 실제로 산림지는 전통 자산군과 0에 가까운 혹은 매우 약한 음(-) 상관관계를 가지고 있다.

한편, 개별 펀드 수준에서는 TIMO들의 운용 방식이 산림지 수익이 분산되는 정도를 결정한다. 1)산림 위치의 지리적 분산, 2)투자 시작 시기의 분산, 3)수종의 다양성, 4)나무의 수령/산림의 성숙도에 대한 다양성, 5)목재 이외의 수익원 발굴 등이 균형 잡힌 산림지 투자 포트폴리오를 구성하는 핵심 요인이다.

리플레이션 인플레이션 대응

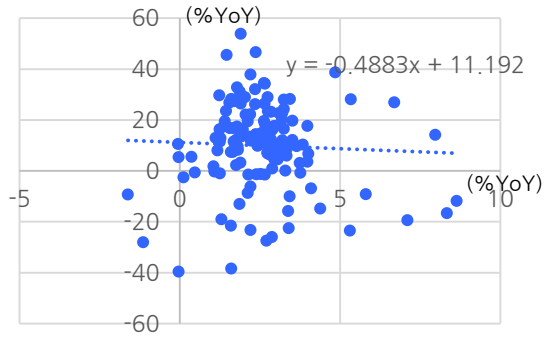
산림지 투자는 인플레이션 헤지 수단이 될 수 있다. 물가 상승기에 건축물, 가구, 제지 등의 가격이 상승하면, 원료가 되는 목재의 가격도 상승할 수 있기 때문이다. 미국 소비자 물가지수와 여러 자산군들의 상관관계를 비교할 경우, 산림지가 다른 자산 대비 물가가 오르면 수익률이 함께 오르는 경향이 강하다는 점이 확인된다. 추가로 최근 코로나19 당시 통화 정책 완화에 따른 물가 인상기에도 이러한 경향이 나타난 바 있다.

〈그림11〉 산림지 지수와 다른 자산의 상관관계



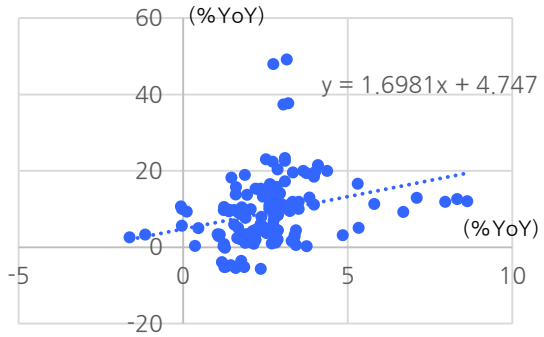
주: 해당 시점부터 2025년 12월까지의 QoQ 수익률로 계산
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림12〉 CPI vs S&P500



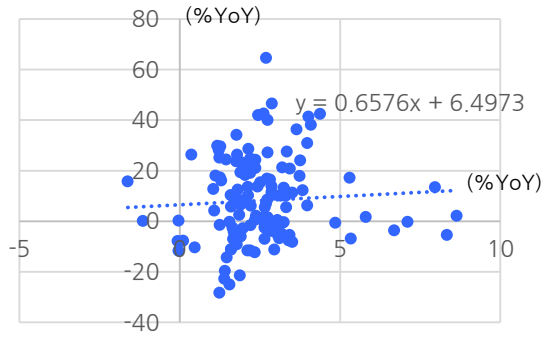
주: '92년 3월부터 '25년 12월까지 분기별 %YoY, X축이 CPI. Y축이 S&P500
자료: 블룸버그, CEIC, 현대차증권

〈그림13〉 CPI vs 산림지 지수



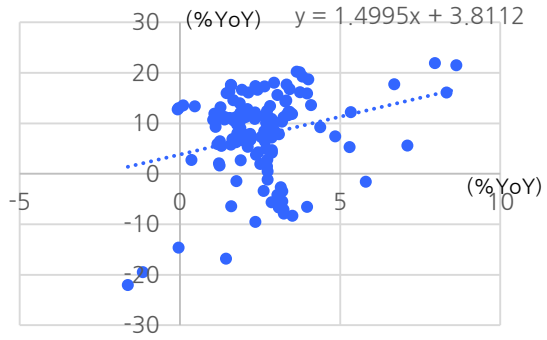
주: '92년 3월부터 '25년 12월까지 분기별 %YoY, X축이 CPI. Y축이 산림지
자료: 블룸버그, CEIC, 현대차증권

〈그림14〉 CPI vs 금



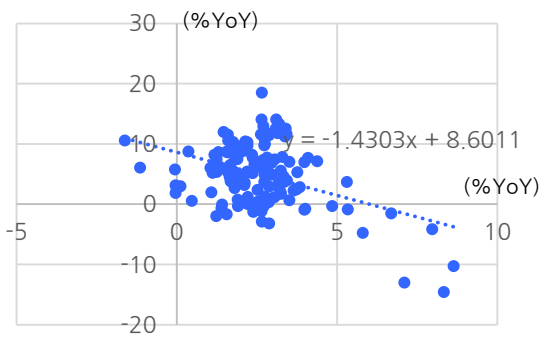
주: '92년 3월부터 '25년 12월까지 분기별 %YoY, X축이 CPI. Y축이 금
자료: 블룸버그, CEIC, 현대차증권

〈그림15〉 CPI vs 상업용 부동산 지수



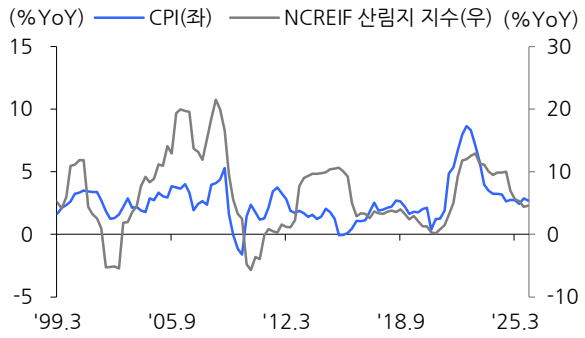
주: '92년 3월부터 '25년 12월까지 분기별 %YoY, X축이 CPI. Y축이 부동산 지수
자료: 블룸버그, CEIC, 현대차증권

〈그림16〉 CPI vs 블룸버그 미국 채권지수



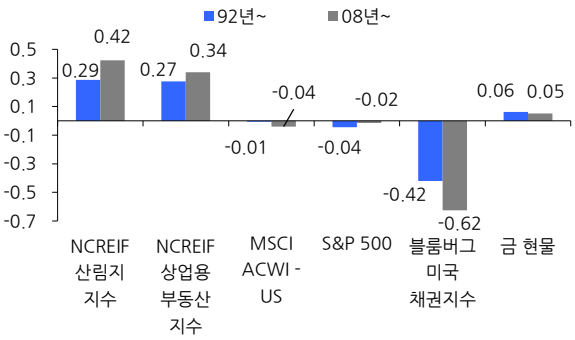
주: '92년 3월부터 '25년 12월까지 분기별 %YoY, X축이 CPI. Y축이 美 채권지수
자료: 블룸버그, CEIC, 현대차증권

〈그림17〉 CPI vs 산림지 지수



주: 분기별 %YoY
자료: 블룸버그, CEIC, 현대차증권

〈그림18〉 CPI 와 주요 자산 상관관계



주: 해당 시점부터 2025년 12월까지 분기별 YoY 수익률로 계산
자료: 블룸버그, CEIC, 현대차증권

글로벌 목재시장 전망

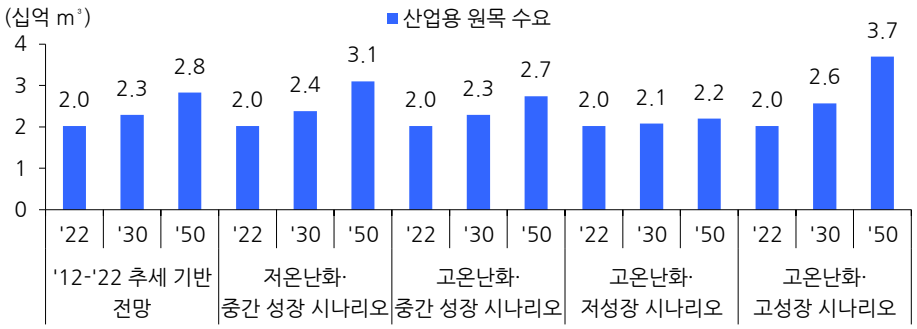
① 장기적으로 수요는 증가
② But, 공급 증가로 글로벌 쇼티지 가능성은 제한적
③ 다만 동아시아는 수입 증가가 예상

유엔식량농업기구가 지구 온난화와 경제 성장에 따른 네 가지 시나리오(① 낮은 온난화, 적당한 성장 ② 높은 온난화, 적당한 성장 ③ 높은 온난화, 낮은 성장 ④ 높은 온난화, 높은 성장)에 기반하여 2050년까지의 목재 수요를 예측한 결과, 모든 시나리오에서 산업용 원목 수요 증가가 예상되었다.

수요 증가에도 불구하고 글로벌 시장 차원에서의 산업용 원목의 공급 부족으로 인한 쇼티지 가능성은 제한적일 것으로 전망되고 있다. 새로운 산림지의 확대, 기존 산림지의 생산성 개선, 목재 부산물 및 폐목재 활용 등 공급 증가가 예상되고 있다.

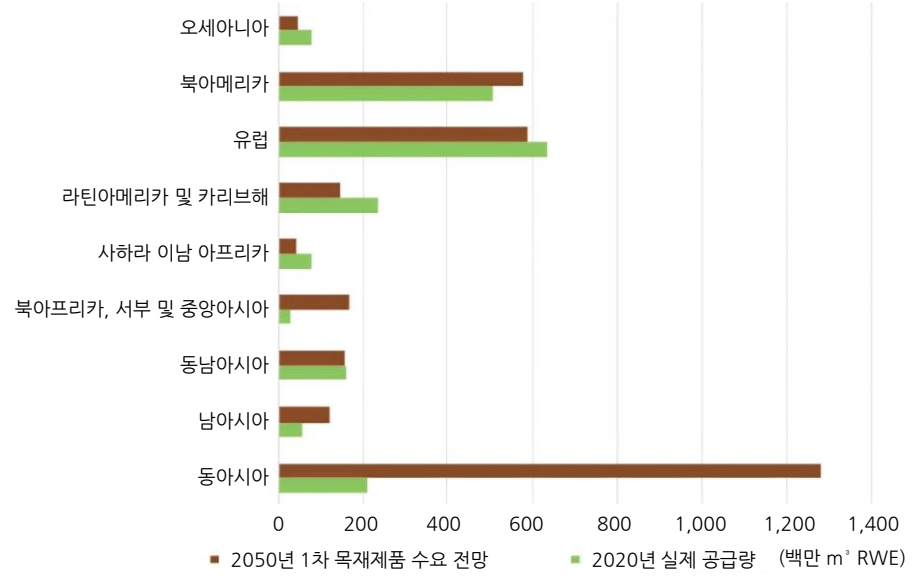
다만 일부 지역, 특히 동아시아에서는 수요 대비 자체적인 공급 여력이 제한적이기 때문에 산업용 원목과 1차 가공 목재 제품의 수입 증가가 예상되고 있다.

〈그림19〉 시나리오별 산업용 원목 수요 전망



자료: 유엔식량농업기구(The State of the World's Forests 2024)

〈그림20〉 지역별 목재제품 2020년 생산량과 2050년 예상 수요



자료: 유엔식량농업기구(Global forest sector outlook 2050)

산림지의 탄소 감축 효과와 탄소 감축 프로젝트 유형

숲은 탄소를 흡수하고 저장

나무는 대기 중 온실가스를 포집·저장하고, 지구 상의 숲은 매년 약 26억 톤의 이산화탄소를 흡수한다. 이는 화석연료 연소로 배출되는 CO_2 의 3분의 1 수준이다. 이렇듯 산림지는 자연 본연의 능력을 통해 기후위기를 해결하는 자연기반해법(NBS; Nature-based Solution)의 일환으로, 투자자의 포트폴리오 탄소 감축 목표 달성에도 기여한다.

더 나아가 민간 조직이 자발적으로 탄소 크레딧(탄소 감축 실적 인증서) 발행을 통해 목재 판매 이외의 수익을 창출하기도 한다. 다만 탄소 크레딧의 구매자들은 산림지 프로젝트의 유형에 따라 실질적인 탄소 감축 효과를 달리 평가한다. 이에따라 거래되는 크레딧의 가격도 프로젝트별로 다르다.

숲 기반 탄소 프로젝트 유형
① REDD+
② ARR
③ IFM

숲 프로젝트의 탄소 감축 방법은 REDD+, ARR, IFM라는 세 가지 유형으로 구분된다. REDD+(Reducing Emissions from Deforestation and Forest Degradation in Developing Countries)는 주로 현존하는 개발도상국의 산림들이 과도하게 벌채되거나 황폐화되는 것을 예방함으로써 탄소 감축 성과를 인정받는다. ARR(Afforestation, Reforestation, and Revegetation)은 조림, 재조림, 식생 복원을 통해 새로운 숲을 조성하거나 훼손되었던 산림지를 복원하는 프로젝트다. IFM(Improved Forest Management)는 개선된 산림 관리를 통해 기존의 산림이 전보다 더 많은 탄소를 저장할 수 있도록 한다.

자연 기반 "제거" 크레딧에 대한 가격 프리미엄 존재

탄소 크레딧 시장에서 자연을 이용하여 추가적으로 탄소를 제거한 프로젝트는 자연 파괴를 방지하여 탄소 배출을 회피한 프로젝트보다 더 높은 톤당 크레딧 가격을 받는다. 예컨대 새로운 숲을 조성하여 실제로 탄소를 더 제거한 ARR 프로젝트는 탄소 감축 효과가 크다고 평가되어 더 비싸게 거래된다.

반면 REDD+와 같이 무분별한 벌채로 인한 산림 파괴를 방지한 프로젝트의 크레딧은 ARR 만큼의 가격으로 판매되지 못한다. 실제로 이전보다 흡수되는 탄소의 양이 늘어난 것이 아니라 만약 산림이 훼손되었다면 배출되었을 탄소의 양을 가정하여 계산된 성과이기 때문에 시장에서는 비교적 신뢰도가 낮다고 평가한다

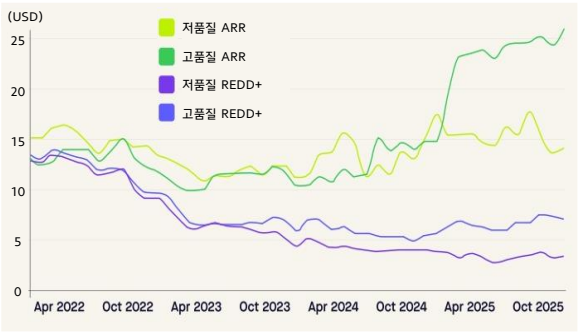
그러나 실제 발행은 REDD+의 비중이 큼

이러한 가격 차이에도 불구하고, 프로젝트별 발행 추이를 살펴보면 자연 기반 탄소 제거 프로젝트보다 자연 파괴에 따른 탄소 배출 방지 프로젝트의 크레딧 발행량이 많다. 발행자 입장에서는 이미 존재하는 생태계를 보전하는 것이 새로운 생태계를 조성하는 것보다 재정적, 시간적 측면에서 용이하기 때문이다.

상업적 산림지는 대부분 IFM 유형으로 크레딧 발행

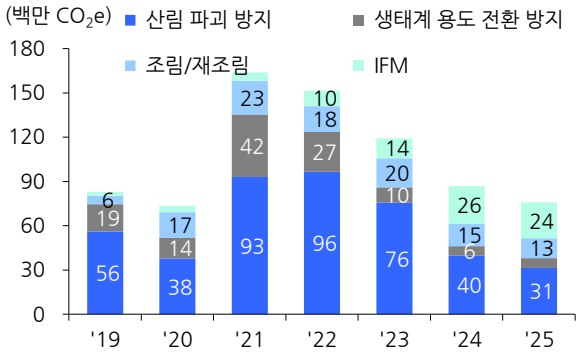
투자 용도를 위한 상업적 산림지의 경우, IFM 방식을 통해 탄소 크레딧을 발행하는 것이 일반적이다. 예컨대 산림지 리츠 Weyerhaeuser는 산불 위험이 낮은 지역을 중심으로 20만 에이커가 넘는 임업지에 IFM 방법론을 적용하여 크레딧을 발행하고 있다. IFM은 프로젝트 설계에 따라 탄소 제거 크레딧 혹은 탄소 배출 회피 크레딧으로 발행된다. 예컨대 이전 대비 벌채 수준을 축소하거나 벌채 주기를 연장하는 것은 회피 조치로 분류되고, 주변부에 식물을 보충하여 더 심는 것은 제거 전략으로 인정된다.

〈그림21〉 ARR과 REDD+ 프로젝트의 평균 가격 추이



주: 크레딧 1개(탄소 1톤)의 가격
자료: Sylvera(The State of Carbon Credits 2025)

〈그림22〉 산림지 관련 프로젝트별 탄소 크레딧 발행



주: 생태계 용도 전환 방지는 산림지를 비롯한 자연생태계가 농지 등으로 전환되는 것을 방지하는 프로젝트
자료: Climate Focus, 현대차증권

화재 리스크에 대하여

화재로 인한 산림 손실에 유의할 필요

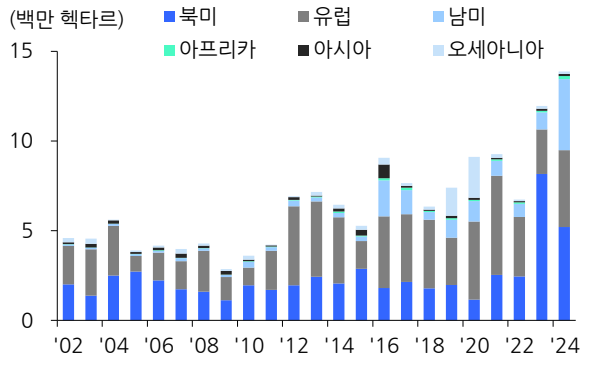
산림지 투자에 있어 화재 리스크 가능이 있다. 하지만, 이를 산림지 상품의 투자 회피 요인으로 인식하기 보다는 전략과 관리를 통해 일정 수준 통제해야 할 리스크로 판단하고 관리되고 있다. 최근 기후 위기로 인해 산불 피해가 커지는 상황에서 산림지 투자자들은 화재 리스크의 영향을 받고 있다. 2001년부터 2024년까지를 누적 기준으로 할 때, 산불로 인한 수목 손실(Tree-cover-loss)의 80% 이상이 유럽(러시아 포함)과 북미에서 발생했다. 다만 최근에는 남미 지역에서도 산불로 인한 피해 규모가 커지고 있는데, 2024년 볼리비아와 브라질에 대규모 산불이 발생하면서 395백만 헥타르의 수목이 손실되었다. 또한 아르헨티나 파타고니아 지역은 고온 건조한 여름철 날씨의 영향으로 2025년 12월부터 산불이 발생하기 시작하여 현재까지 4만 5천 헥타르가 넘는 숲이 소실되었다

산불로 인한 수익성 악화와 탄소 배출 리스크를 모두 고려해야

기후 변화로 인해 산불로 인한 산림 손실 피해가 커지는 상황 속에서 지속가능한 투자를 위해 1) 산불로 인한 목재 및 토지 자산의 수익성 악화만이 아니라, 2) 산불로 인한 탄소 배출 증가 가능성을 함께 고려해야 한다. 산불이 발생하면 나무에 저장된 탄소와 토양에 저장된 탄소가 방출되기 때문이다. 2024년에는 산불로 인해 전 세계적으로 약 62억 톤의 이산화탄소가 배출되었다. 2023년 전세계 에너지 관련 이산화탄소 배출량이 378억 톤(IEA 발표)임을 고려한다면, 이는 적지 않은 규모다.

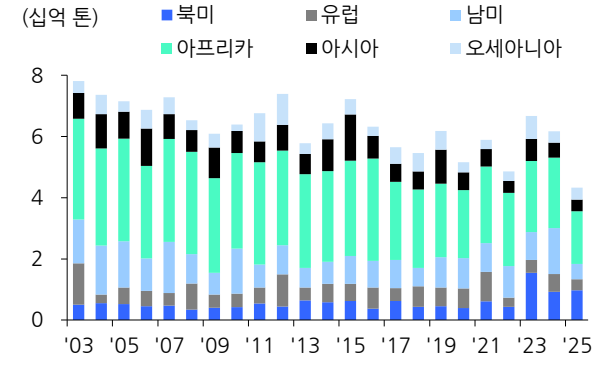
보편적으로 산림지는 포트폴리오의 탄소 감축 성과에 기여하는 자산이지만, 지구 온난화 가속화 → 더 높은 기온과 강한 건조함 → 산불 발생 빈도 및 강도 심화 → 불에 탄 산림지가 탄소를 배출 → 지구 온난화 가속화의 단계로 기후에 일부 악영향을 미칠 가능성도 존재한다. 즉 부분적으로는 포트폴리오의 탄소 감축 성과를 저해할 위험이 있다.

<그림23> 산불로 인한 Tree-cover-loss



주: 러시아는 유럽으로 집계. 24년도까지 집계
자료: Global Forest Watch, 현대차증권

<그림24> 산불로 인한 이산화탄소 배출



주: 25년도까지 집계
자료: Global Wildfire Information System, Our World in Data, 현대차증권

〈그림25〉 산불과 지구 온난화의 악순환

자료 : Global Forest Watch, WRI, 현대차증권

미국의 경우 서부 지역이 특히 산불에 취약

미국 산림청이 제작한 WHP(wildfire hazard potential) 지도는 미국 내 어느 지역이 산불이 쉽게 발생하고 커지기 쉬운지를 보여준다. 해당 지도에 따르면 미국에서는 서부의 산림지가 산불에 대한 위험이 높다. 이를 보여주는 예시로 미국 서부 캘리포니아주 내 산림 기반 탄소 크레딧 프로그램[1]의 빠른 버퍼풀 소진 속도를 들 수 있다.

예) 미 서부 캘리포니아 탄소 감축 프로그램에서 화재로 인한 산림 손실이 예상보다 더 크게 발생

캘리포니아는 미국에서 가장 선도적인 탄소배출권 거래제가 작동하는 지역으로, 적격 산림지 프로젝트에 대해 감축 성과(크레딧)를 인정한다. 이에 따라 산림지 주인은 산림지 프로젝트를 통해 크레딧 구매자의 탄소 배출을 상쇄해주는 크레딧을 발행할 수 있다. 이때, 캘리포니아주는 프로젝트의 탄소 감축 효과가 영구적일 것을 전제한다.

그러나, 실제로는 탄소 크레딧이 발행된 이후에도 예기치 못한 산불, 병해충, 숲 주인의 파산에 따른 약속 미이행으로 인해 숲에 저장된 탄소가 다시 공기중으로 방출될 위험이 있다. 버퍼풀(Buffer Pool)은 이러한 위험을 관리하기 위한 일종의 보험 장치다. 이 제도에 따라 개별 탄소 상쇄 프로젝트는 위험의 정도를 고려하여 일정분의 크레딧을 버퍼풀로 둔다. 만약 화재, 질병, 혹은 프로젝트 중단으로 인해 탄소가 다시 방출될 경우 버퍼풀 크레딧이 소각되어 손실을 보전한다.

1 Badgley, G. 외 (2022), California's forest carbon offsets buffer pool is severely undercapitalized

그런데, 2015년부터 2021년까지 6건의 산불이 발생하면서, 화재를 대비하기 위한 목적으로 쌓아둔 버퍼풀의 최소 95%가 소진된 것으로 추정된다. 해당 프로그램은 버퍼풀이 발행된 크레딧에 100년간 보증을 제공하도록 설계되어 있는데, 화재로 인해 단기간에 예상보다 큰 버퍼풀이 소진된 것이다.

화재 가능성은 투자 회피 요인보다는 전략적으로 통제 해야 할 리스크

위와 같은 화재 피해 가능성에도 불구하고, 이를 산림지 상품의 투자 회피 요인으로 인식하기 보다는, 전략과 관리를 통해 일정 수준 통제해야 할 리스크로 판단한다. 이는 글로벌 목재 시장의 관점에서 기후 위기가 목재 수요를 위축시키는 요인보다는 공급 불확실성을 높이는 요인으로 작용할 것이기 때문이다. 오히려 기후 위기가 심화될수록 잘 관리된 산림지의 상대적인 가치는 더욱 올라갈 수 있고, 이러한 관점에서 투자자들은 개별 산림지의 화재 리스크 관리 방식을 점검할 필요가 있다

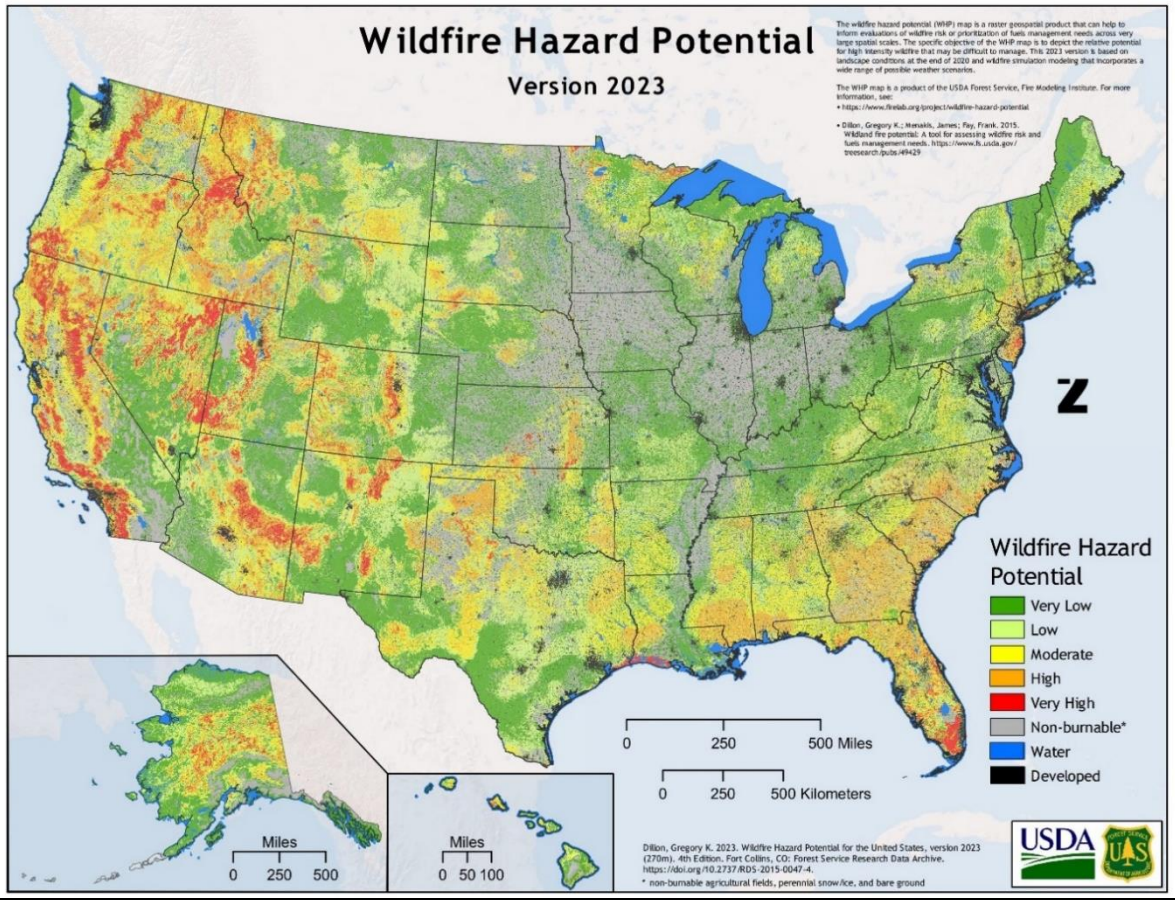
보통 상업용 산림지들은 솎아베기, 계획적 불놓기, 공간 설계 등을 통해 산불이 발생하더라도, 고강도 화재로 발전하지 않도록 조치하고 있다. 만약 그럼에도 큰 화재로 숲이 손상되었다면, 일단 판매 가능한 피해목을 수확하여 손실을 일부 상쇄하고, 이후 재조림을 통해 자산 가치를 서서히 회복한다

여러 요인을 고려한 지역적 포트폴리오 분산이 중요

한 가지 더 고려할 것은 지역별로 그 종류와 수준은 상이하나, 모든 산림지가 일정 수준의 기후 리스크에 노출되어 있다는 것이다. 미국 남부의 경우 서부보다 화재 리스크는 낮지만, 허리케인의 위험이 존재한다. 그러므로 적절한 지역적 포트폴리오 분산이 중요하다

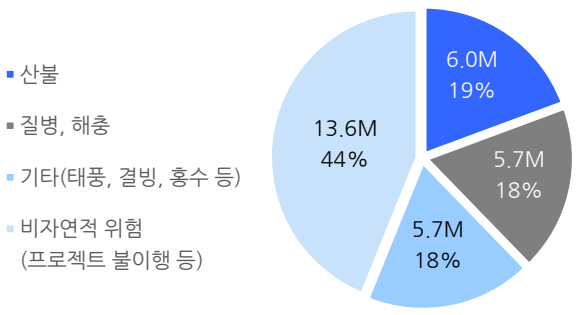
미국의 주요 산림지 리츠는 나무의 빠른 성장, 대규모 제재소 인프라 등의 장점이 있는 남부를 중심으로 하지만, 북서부 지역의 산림지 또한 소유하고 있다. 더글라스전나무, 서부헴록 등 일부 상업용 침엽수들은 기후, 토양, 생태 조건이 맞지 않아 남부나 북동부에서는 상업적으로 재배하기 어렵기 때문이다. 서부 지역은 지리적 위치상 향후 공급 부족이 전망되는 동아시아로의 수출이 용이하다는 장점이 있다. 실제로는 기후 리스크만이 아닌 여러 요인이 종합적으로 고려되어 투자가 이루어지고 있다.

〈표5〉 WHP2023 Classified Map



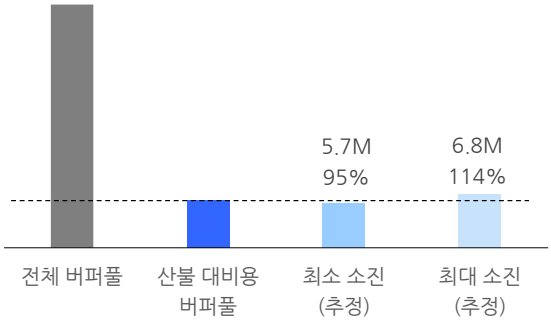
주: 2020년 말의 경관 조건을 기준으로 2024년 1월 1일 발표
자료: WHP2023 Classified Map(US Forest Service Research and Development)

〈그림26〉 캘리포니아 산림 버퍼풀 구성



주: 표시단위는 백만 크레딧과 비중
자료: Badgley, G. 외 (2022), California's forest carbon offsets buffer pool is severely undercapitalized

〈그림27〉 산불로 인한 버퍼풀 소진



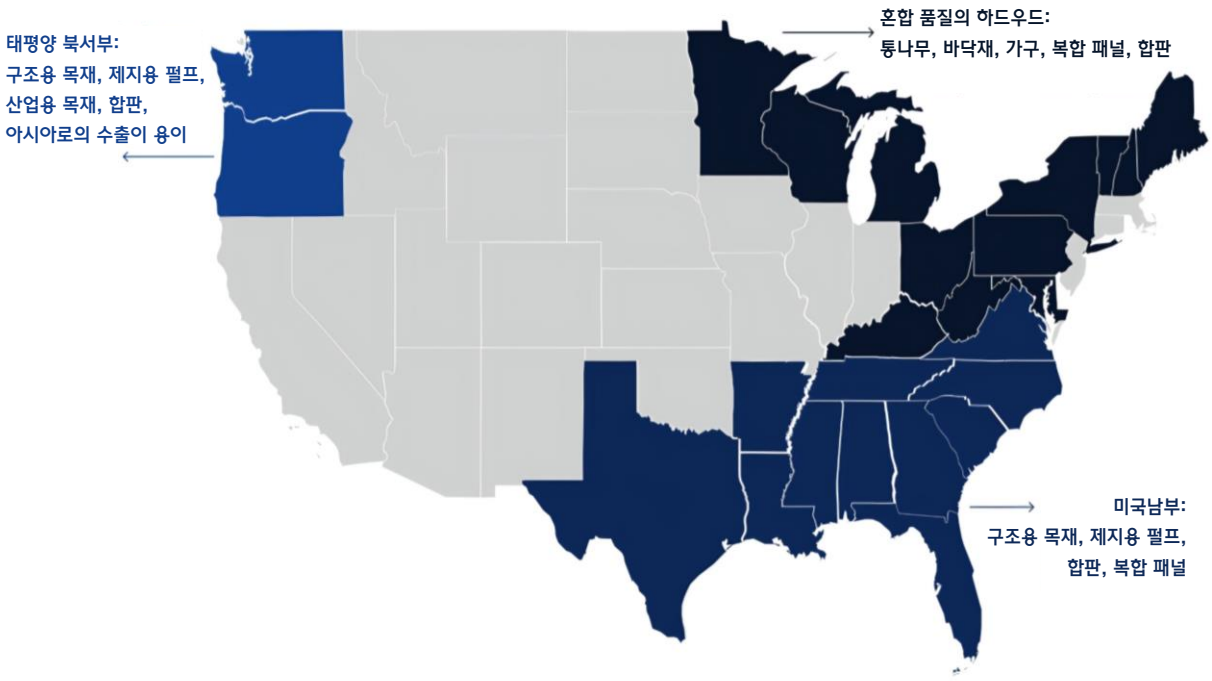
주: 표시단위는 백만 크레딧과 산불 대비용 버퍼풀 대비 비율
자료: Badgley, G. 외 (2022), California's forest carbon offsets buffer pool is severely undercapitalized

〈표6〉 미국과 캐나다에서의 보유 면적 기준 산림지 소유자 Top 10

이름	특징	전체	미국 남부	미국 서부	미국 북부	캐나다
Weyerhaeuser	상장 리츠	10,439	6,735	2,510	1,194	0
PotlatchDeltic		2,119	1,495	624	0	0
Rayonier		2,058	1,750	308	0	0
J.D. Irving	목재 가공시설 보유 기업	3,205	0	0	1,283	1,922
Sierra Pacific Industries		2,306	0	2,306	0	0
Acadian Timber	원목 판매 기업	1,077	0	0	300	777
Green Diamond Resource Company	가족 기업	2,241	511	1,730	0	0
Aurora Sustainable Lands	자연보전을 중심으로 운영	1,702	243	*	1,311	*
Tall Timbers Trust		1,236	0	0	1,236	0
The Nature Conservancy/Nature Conservancy of Canada		2,567	512	879	816	359

주: 면적은 천 에이커 기준으로 표시. *표는 정확한 수치 집계가 되지 않았음을 의미. 2025년의 데이터로 산림지 리츠 PotlatchDeltic과 Rayonier의 경우 2026년 1월 말에 합병이 완료된 상태
자료: Forisk North American Timberland Owner List(2025)

〈그림28〉 미국 주요 목재 생산 지역의 주요 임산물과 특징

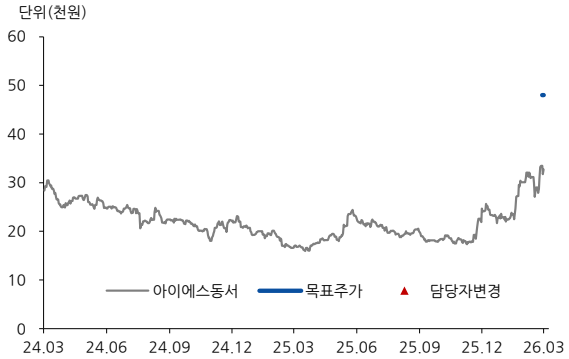


자료 : TIG Analysis, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.12.01	종목편출	종목편출		
2026.03.18	담당자변경	담당자변경		
2026.03.18	BUY	48,000		

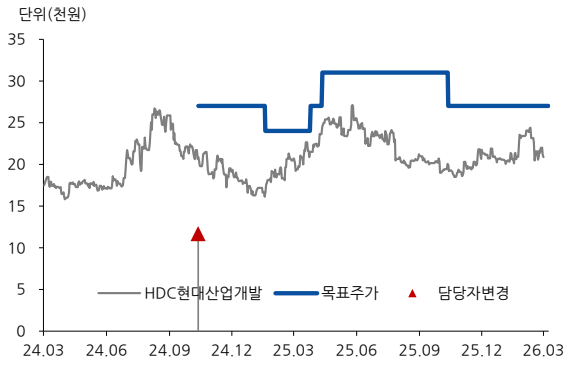
▶ 최근 2년간 아이에스동서 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.10.29	BUY	27,000	-30.78	-20.37
2025.02.04	BUY	24,000	-17.46	-5.63
2025.04.11	BUY	27,000	-16.78	-12.41
2025.04.28	BUY	31,000	-27.18	-12.58
2025.10.28	AFTER 6M	31,000		
2025.10.29	BUY	27,000	-23.13	-9.63
2026.03.18	BUY	27,000		

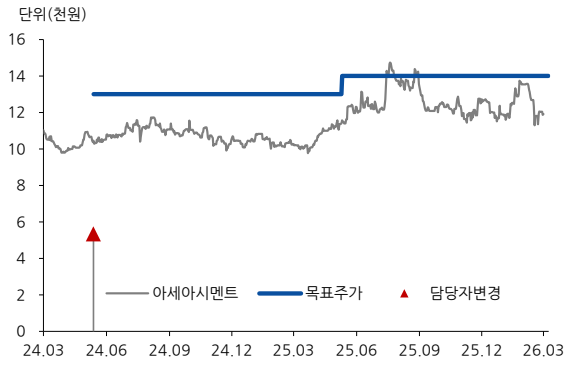
▶ 최근 2년간 HDC현대산업개발 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.05.29	BUY	13,000	-16.01	-9.85
2024.11.29	AFTER 6M	13,000	-19.49	-11.00
2025.05.27	BUY	14,000	-9.17	5.29
2025.11.27	AFTER 6M	14,000	-11.99	-1.86
2026.03.18	BUY	14,000		

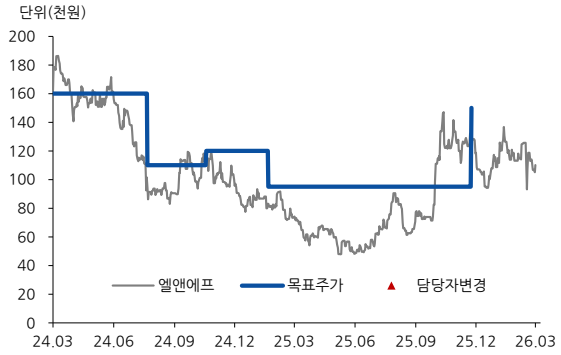
▶ 최근 2년간 아세아시멘트 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.02.02	M.PERFORM	160,000	-4.28	16.44
2024.08.02	AFTER 6M	160,000	-39.41	-36.56
2024.08.07	M.PERFORM	110,000	-9.78	8.55
2024.11.04	M.PERFORM	120,000	-20.27	-1.50
2025.02.06	M.PERFORM	95,000	-32.95	-3.47
2025.08.06	AFTER 6M	95,000	3.85	54.74
2025.12.10	종목편출	종목편출	-	-
2026.03.18	종목편입	종목편입	-	-
2026.03.18	BUY	150,000		

▶ 최근 2년간 엘앤에프 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

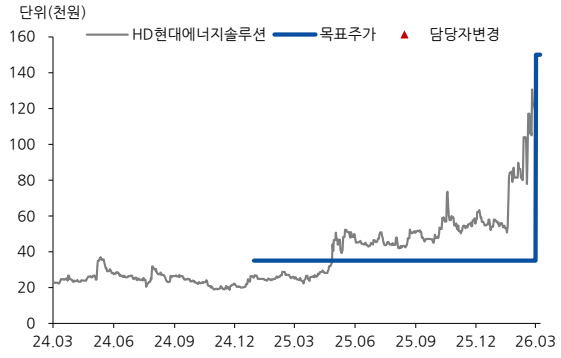
일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2026.03.18	BUY	50,000		

▶ 최근 2년간 롯데에너지머티리얼즈 주가 및 목표주가

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2025.01.15	BUY	35,000	-5.45	49.43
2025.07.15	AFTER 6M	35,000	67.80	20.00
2026.03.18	BUY	150,000		

▶ 최근 2년간 HD현대에너지솔루션 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	90.7%
보유	15건	9.3%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.